

# Lesław Pietrewicz

---

## Rozwój rynku inwestorów instytucjonalnych i jego wpływ na relacje agencji w spółkach giełdowych

---

Zarządzanie Zmianami : zeszyty naukowe nr 3, 1-20

---

2010

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Lesław Pietrewicz\*

# Rozwój rynku inwestorów instytucjonalnych i jego wpływ na relacje agencji w spółkach giełdowych

## Streszczenie

Temat relacji inwestorów instytucjonalnych z zarządami przedsiębiorstw był dotąd zaniedbywany w literaturze zarządzania i finansów. W niniejszej pracy próbuję częściowo wypełnić tę lukę. Jej celem jest określenie, czy dla przedsiębiorstw własność instytucji różni się od własności indywidualnych inwestorów.

Badania wskazują, że wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych powoduje dalsze rozdzielanie własności i kontroli. Po pierwsze, interesy inwestorów instytucjonalnych, będących pośrednikami finansowymi, mogą różnić się od interesów finalnych właścicieli, co rodzi dodatkowe koszty agencji. Po drugie, decyzje owych instytucji pokazują, że one także podlegają kosztom agencji. Zróżnicowanie i konkurencyjna natura relacji między inwestorami instytucjonalnymi powoduje, że ich interesy różnią się od interesów przedsiębiorstwa.

Paradoksalnie do miana stróżów owego interesu pretendować mogą zarządy przedsiębiorstw. W tym celu realizują one strategie giełdowe zorientowane na zmianę struktury akcjonariatu. Celem takich działań może i powinno być pozyskanie bazy akcjonariuszy zorientowanych na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa lub zbyt słabych, by się temu interesowi skutecznie przeciwstawiać.

Najważniejszym wnioskiem płynącym z pracy jest stwierdzenie, że ekonomiczna teoria agencji w niedoskonały sposób opisuje ład korporacyjny we współczesnych realiach i potrzebne jest wypracowanie nowej teorii.

**Słowa kluczowe:** inwestorzy instytucjonalni, koncentracja własności, koszty agencji, strategie giełdowe

## Wstęp

W ciągu ostatniego ćwierćwiecza na rynkach akcji krajów rozwiniętych zaszły ogromne zmiany. Bodaj najbardziej widoczną z nich była zmiana struktury tych rynków, polegająca na gwałtownym wzroście znaczenia instytucjonalnych form inwestowania. Dynamiczny wzrost rynku powiernictwa finansowego i na-

silenie konkurencji między podmiotami operującymi na tym rynku nie mogły pozostać bez wpływu na praktykę relacji między akcjonariuszami a zarządami przedsiębiorstw (sferę agencji). Celem niniejszej pracy jest wyjaśnienie konsekwencji wzrostu siły inwestorów instytucjonalnych jako grupy, a także analiza wpływu na owe konsekwencje

---

\* Dr Lesław Pietrewicz — Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, e-mail: lechoo@yahoo.com.

zróźnicowania między tymi inwestorami. Konstrukcja pracy i zastosowana metodologia służą identyfikacji i wyjaśnieniu mechanizmów odpowiedzialnych za obserwowane procesy, co ma służyć uzyskaniu możliwie uniwersalnego obrazu. Podstawą analiz są dane z amerykańskiego rynku giełdowego, co wynika z jego najwyższego poziomu rozwoju, przekładającego się na stopień zaawansowania omawianych procesów. Dodatkowo na korzyść takiego podejścia świadczy największa dostępność materiałów. Kwestia bazy informacyjnej jest nie do przecenienia, szczególnie w odniesieniu do badań nastawionych na rozwój teorii mających wyjaśniać procesy zachodzące w szczególnie dynamicznie zmieniającej się sferze życia gospodarczego, za jaką należy uznać rynki finansowe w ostatnich latach. Koncentracja na mechanizmach pozwala z kolei na odniesienie uzyskanych wyników do różnych kontekstów instytucjonalnych i konkurencyjnych poszczególnych krajów (w tym Polski) i formułowanie hipotez badawczych dotyczących ich funkcjonowania w różnych warunkach instytucjonalnych. Tak więc mimo że polski rynek akcji pozostaje daleko w tyle za rynkami Stanów Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii, zależności i zjawiska wywołujące określone procesy zachodzące na tych rynkach pozwalają lepiej zrozumieć, w jakim stadium rozwoju obecnie znajduje się nasz rynek, ocenić perspektywy zmian w przyszłości i przewidzieć, przed jakimi problemami i wyzwaniem może stanąć. Podejście takie pomoże także przygotować się na spodziewane zmiany, tym samym służąc jakości rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Fundamentalne pytanie, jakie postawiłem, brzmi: czy dla przedsiębiorstw

własność instytucji różni się od własności indywidualnych inwestorów? Innymi słowy, jaką rolę pełnią dziś inwestorzy instytucjonalni i co z tego wynika dla funkcjonowania spółek giełdowych? Temat relacji inwestorów instytucjonalnych z zarządami przedsiębiorstw był dotąd zaniedbywany w literaturze zarządzania, ekonomii i finansów. Badania empiryczne inwestorów instytucjonalnych koncentrowały się niemal wyłącznie na statystycznej analizie relacji między charakterystykami inwestorów i wynikami przedsiębiorstw lub też na obszarze aktywizmu inwestorów i jego efektach. Obszar badawczy tej pracy dotyczy natomiast — i ogranicza się do — sfery agencji w przedsiębiorstwach i nie obejmuje innych możliwych konsekwencji, jak np. wpływu na wyniki przedsiębiorstw czy kursy akcji.

Pierwsza część pracy ma charakter wyraźnie odmienny od pozostałych i przedstawia fakty obrazujące rosnącą rolę inwestorów instytucjonalnych na amerykańskim rynku akcji. W drugiej części wprowadzam w zarysie teorię agencji, stanowiącą dominującą w naukach ekonomicznych perspektywę badawczą relacji między właścicielami i zarządami przedsiębiorstw, a także wskazuję na konieczność wprowadzenia do niej głębszych modyfikacji dostosowujących ją do realiów współczesnych rynków finansowych. Teoria ta odnosi się modelowo do sytuacji znacznego rozproszenia akcjonariatu, co rodzi pytania o jej aplikację do warunków rosnącej dzięki sukcesowi instytucjonalnych form inwestowania koncentracji własności. W trzeciej części pracy analizuję kwestię obowiązków inwestorów, co wynika z konieczności rozszerzenia zastosowania teorii agencji na relacje między inwestorami. W kolej-

nej części wprowadzam pojęcie „kosztów agencji inwestorów” czy też „odwrotnych kosztów agencji” i pokazuję możliwe podejście do redukcji owych kosztów przez zarządy spółek giełdowych. Pracę kończy podsumowanie i wnioski.

## 1. Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych

Przez większą część XX wieku, od czasów Berle i Meansa [1932/1991], zarządy sprawowały niemal kompletną kontrolę nad amerykańskimi korporacjami. Silne rozdrobnienie akcjonariatu, składającego się zwykle z tysięcy drobnych inwestorów, w praktyce uniemożliwiało ich skuteczny nadzór nad przedsiębiorstwami [Useem, 1996a, 1996b]. Menedżerowie cieszyli się ogromną swobodą związaną z asymetrią kompetencyjną i informacyjną [Kostant, 1999]. Teoretycznie udziałowcy dysponowali ochroną przed nieojalnością menedżerów w formie formalnego podporządkowania zarządów i konstrukcji ładu korporacyjnego. Udziałowcy mieli prawo wносить sprawy przeciwko menedżerom do sądów i wybierać przedstawicieli do rad nadzorczych w celu kontroli poczynań zarządów. Działania prawne były jednak bardzo kosztowne [Coffee, 1997] i rzadko kończyły się sukcesem, ponieważ zasada „osądu biznesowego” (*business judgement rule*) skutecznie chroniła menedżerów [Kostant, 1999]. W efekcie zewnętrzne mechanizmy zarządcze dostępne według prawa udziałowcom były stosowane w niewielkim zakresie [Holmstrom i Kaplan, 2001]. Również ład korporacyjny był w praktyce zawodnym mechanizmem kontrolnym ze względu na zdominowanie rad nadzorczych przez insiderów, którzy — co rozumiałe — popierali działania i plany zarządów [Ibid.]. Również osta-

teczny środek dyscyplinujący, jakim są wrogie przejęcia, nie stanowił realnego zagrożenia dla zarządów przedsiębiorstw z powodu wysokich kosztów dla drobnych akcjonariuszy, trudności proceduralnych i problemu *free rider* [Kostant, 1999]. Za wyjątkiem nieczęstych przypadków zmian regulacyjnych i sporów ze związkami zawodowymi menedżerowie cieszyli się niemal nieskrępowaną władzą nad przedsiębiorstwami [Useem, 1996a, 1996b]. Stąd też ów etap rozwoju gospodarki kapitalistycznej określa się często mianem kapitalizmu menedżerskiego.

W warunkach kapitalizmu menedżerskiego, gdy akcjonariusze byli niezadowoleni z wyników przedsiębiorstwa, jedynym skutecznym krokiem, jaki mogli przedsięwziąć, była sprzedaż akcji. Sprzedaż i związany z nią spadek cen słabo dyscyplinował zarządy i tym samym stanowił słabe narzędzie proefektywnościowe, co wiązało się z powszechną świadomością faktu, że ceny akcji mogą znacznie odbiegać od ich wartości fundamentalnej, a zarząd przedsiębiorstwa może zawsze twierdzić, że spadek cen akcji był nieuzasadniony [Kostant, 1999]. Co więcej, skuteczność ceny akcji jako mechanizmu dyscyplinującego zmniejszył fakt, iż większość inwestycji przedsiębiorstwa finansowały ze środków własnych (np. Hackethal i Schmidt [2000]), a kiedy konieczne było zewnętrzne finansowanie, zarządy mogły zwrócić się do banków o kredyt. Stąd też, jak zauważa Kostant [1999], menedżerowie nie musieli polegać na rynkach akcji jako źródle kapitału potrzebnego na rozwój i dlatego spadek cen akcji nie musiał wpływać na ich zachowania. W końcu też sami menedżerowie mieli jedynie bardzo ograniczony interes osobisty we wzroście cen akcji ich spółek, gdyż opcje na akcje

stanowiły jedynie niewielką część ich wynagrodzenia [Ibid.].

Ostatnie dwie dekady XX wieku<sup>1</sup> przyniosły zasadnicze zmiany w nakreślonym powyżej obrazie relacji między zarządami przedsiębiorstw a inwestorami. Motorem tych zmian był gwałtowny rozwój klasy inwestorów instytucjonalnych, który radykalnie zmienił układ sił między zarządami przedsiębiorstw a akcjonariuszami na korzyść tych ostatnich (np. Coffee [1997], Useem [1996a], Useem [1996b]). Jako przyczynę tych zmian czasem podaje się głęboką zmianę struktury oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych, polegającą na wzroście udziału inwestycji giełdowych kosztem lokat bankowych, zwłaszcza ze strony zamożniejszej części społeczeństwa. Wyniki analizy przeprowadzonej przez Mankiwa i Zeldesa [1991], następnie potwierdzone przez innych autorów (np. Heaton i Lucas [1999]) sugerują, że proces ten miał niewielkie znaczenie. Shiller [2000] wskazuje natomiast, że podstawą rozkwitu inwestorów instytucjonalnych było dążenie inwestorów indywidualnych do odniesienia korzyści płynących z dywersyfikacji i możliwość skorzystania z większej wiedzy i umiejętności inwestycyjnych menedżerów funduszy *mutual funds*. W efekcie inwestorzy zaczęli masowo sprzedawać akcje pojedynczych przedsiębiorstw i kupować jednostki funduszy wzajemnych. Fundusze wzajemne przeżyły prawdziwy rozkwit — jak podaje Shiller [2000], podczas gdy w 1982 roku istniało w USA 340 funduszy wzajemnych, do roku 1998 ich liczba wzrosła do 3513, czyli wyniosła ostatecznie więcej niż liczba spółek notowanych na NYSE (wzrost z 1526 do 3114 w analogicznym okresie,

według NYSE Fact Book Online). O ich sukcesie świadczy również to, że w roku 1982 było w USA 6,2 miliona rachunków funduszy wzajemnych, do 1998 roku ich liczba wzrosła do 119,8 miliona, czyli ponad 19-ktotnie [Investment Company Institute, 1999].

Jednocześnie z rozkwitem funduszy wzajemnych silnie rosło znaczenie innych instytucjonalnych form inwestowania. Prawdopodobnie najważniejszym czynnikiem leżącym u podstaw skali sukcesu instytucjonalnego modelu inwestowania był rozwój nowego typu programów emerytalnych w postaci tzw. *defined contribution pension plans* (indywidualnych kont emerytalnych). Przełomowe znaczenie miał rok 1981, kiedy to wprowadzono rachunki 401 (k). Przed tą datą programy emerytalne pracodawców funkcjonowały na zasadzie stałej emerytury wypłacanej pracownikom (*defined benefit plans*), kiedy przeszli oni na emeryturę. Środkami, z których te emerytury były wypłacane, zarządzał pracodawca, a pracownik nie miał wpływu na sposób ich alokacji. Natomiast plany emerytalne 401 (k) dawały pracownikom możliwość wpłacania składek na specjalne konto emerytalne, które to składki potrącane były z ich bieżących pensji. Co istotne, prawo podatkowe daje pracownikom zachęty do tego, aby wpłacali składki na konta 401 (k), co stanowi wymierny argument na rzecz uczestnictwa. Odpowiedzią na szybko rosnącą popularność indywidualnych kont emerytalnych był gwałtowny rozwój funduszy emerytalnych konkurujących o składki przyszłych emerytów.

Dynamiczny rozwój instytucjonalnych form inwestowania najbardziej widoczny

<sup>1</sup> Niektórzy badacze za przełomowy uważają rok 1974, kiedy uchwalono Employment Retirement Income Security Act (ERISA).

był w danych o ich udziale w kapitałach amerykańskich przedsiębiorstw. Zaraz po II wojnie światowej, w 1946 r., fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, fundusze wzajemne i inni inwestorzy instytucjonalni łącznie kontrolowali 6% akcji denominowanych w dolarach amerykańskich (za: Brown [1998]). W latach 70. i 80. fundusze emerytalne, fundusze wzajemne i inni inwestorzy instytucjonalni jako grupa nabyli znaczne udziały w amerykańskich korporacjach. W 1970 roku posiadali 28,2% wartości wszystkich akcji notowanych w Nowym Jorku, do roku 1990 udział ten wzrósł do 41,4% i dalej rósł, osiągając 47% w 2000 roku. W przypadku największych przedsiębiorstw znaczenie inwestorów instytucjonalnych jest jeszcze większe; jak podaje Useem [1996b], w 1995 roku kontrolowali oni 57% udziałów w 1000 największych firm notowanych w Nowym Jorku, wobec 43,7% średnio dla wszystkich notowanych przedsiębiorstw.

Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych dokonywał się przy tym kosztem inwestorów indywidualnych. Udział tych ostatnich w kapitalizacji NYSE spadł z 70% w 1970 roku do 60% w 1980 roku i do 48% w roku 1994 [Holmstrom i Kaplan, 2001]. Allen [2001] podaje, że w roku 2000 w bezpośrednim posiadaniu gospodarstw domowych było jedynie około 39% akcji spółek giełdowych, co i tak stanowiło zdecydowanie wyższy odsetek niż na pozostałych głównych parkietach świata (Francja 24%, Wielka Brytania 21%, 19% w Niemczech i Japonii, dane za 1999).

Brown [1998] zwraca także uwagę na inną ważną prawidłowość, polegającą na wzroście znaczenia funduszy emerytalnych i wzajemnych kosztem pozostałych inwestorów instytucjonalnych. W największym stopniu dotyczy to funduszy emerytalnych, które w 1946 r. kontrolowały jedynie 3%

akcji będących w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych, a w 1996 r. już 25%. Za najważniejszy czynnik wzrostu funduszy emerytalnych i wzajemnych autor ten podaje zmiany prawne, a konkretnie *Employment Retirement Income Security Act* (ERISA) z 1974 r., zapewniający korzystne traktowanie podatkowe funduszom przeznaczonym na plany emerytalne. Drugim przełomowym zdarzeniem była deregulacja rynku brokerskiego (w 1975 r.) i związane z tym drastyczne obniżki prowizji maklerskich. Trzecim kluczowym czynnikiem, czasem traktowanym jako najważniejszy, było dojście pokolenia zwanego baby boomers do szczytu cyklu zarobków na początku lat 90. Na marginesie można wspomnieć, że Shiller [2000] uznał ten czynnik za najważniejsze pojedyncze źródło spektakularnej hossy tamtej dekady, hossy zakończonej, jak wiemy, bańką internetową i jej pęknięciem w 2001 r. Bardzo wyraźnie rosła też popularność funduszy wzajemnych (odpowiedników funduszy inwestycyjnych w Polsce). Podczas gdy w roku 1995 kontrolowały amerykańskie akcje o wartości 2,8 bln dolarów, w roku 2000 już niemal 7 bln, a w 2007 roku — aż 12 bln dolarów, co stanowiło 24% kapitalizacji przedsiębiorstw amerykańskich [Investment Company Institute, 2008]. Źródło to podaje też, że w okresie 2003-2007 amerykańskie gospodarstwa domowe wpłaciły tym funduszom 2,24 bln dolarów, jednocześnie zmniejszając bezpośrednie zaangażowanie w akcje spółek giełdowych o 2,96 bln dolarów. Wyraźnie widać, że popularność szczególnie funduszy wzajemnych rośnie kosztem bezpośredniego inwestowania na giełdzie.

Allen [2001] zwraca uwagę, że znaczenie pośredników finansowych jest jeszcze większe, niż wynikałoby to z powyżej zarysowanych proporcji. Otóż bogaci in-

westorzy indywidualni zwykle nie podejmują decyzji o kształcie swojego portfela inwestycyjnego samodzielnie, lecz delegują je do specjalistów, którzy pełnią taką samą rolę jak zarządzający różnymi funduszami. Z kolei mniej zamożne gospodarstwa domowe często korzystają z specjalistycznego doradztwa.

Potężna siła ekonomiczna inwestorów instytucjonalnych nie przekształciła się jednak automatycznie w polityczną władzę pozwalającą na efektywną kontrolę nad przedsiębiorstwami. Menedżerowie spółek giełdowych nie byli skłonni do oddania kontroli nad przedsiębiorstwami, którymi kierowali. Natomiast inwestorzy instytucjonalni, pomimo zarządzania ogromnymi kapitałami, mieli bardzo ograniczoną siłę przetargową w stosunku do zarządów poszczególnych przedsiębiorstw ze względu na silną dywersyfikację portfeli i posiadanie niewielkich udziałów w poszczególnych spółkach. Porter [1992] przytacza dane mówiące, że w roku 1990 największy wówczas fundusz emerytalny *California Public Employees Retirement System* (CalPERS) posiadał akcje ponad 2000 przedsiębiorstw, przy czym największy jego udział w kapitale jednej spółki wynosił 0,71%. Tak silne rozdrobnienie udziałów w pojedynczych spółkach wynikało po części z ograniczeń prawnych co do koncentracji własności, a po części z wymogów związanych z pełnieniem roli powiernika: chęci minimalizacji ryzyka na poziomie portfela poprzez dywersyfikację i utrzymania wysokiej płynności [Porter, 1992].

Dominująca pozycja menedżerów przedsiębiorstw została po raz pierwszy poważnie zagrożona w latach 80. Fulman [1998] donosi, że w roku 1987 po raz pierwszy inwestor instytucjonalny zgłosił wniosek dotyczący obszaru ładu korporacyjnego

(wcześniej propozycje inwestorów instytucjonalnych dotyczyły wyłącznie kwestii socjalnych). Jakkolwiek żaden ze zgłoszonych w owym roku 42 wniosków nie został przyjęty, „zdobyły one wystarczająco duże poparcie, aby zostać zauważone przez zarządy przedsiębiorstw i znaleźć kontynuatorów wśród innych funduszy” [Fulman, 1998: 19]. Tym, co przekształciło fundusze emerytalne w potężnych graczy w sferze nadzoru korporacyjnego, była regulacja rynku powierniczego (tzw. *proxy rule*) dokonana przez *Securities and Exchange Commission* (SEC, amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd) z roku 1992. Dotąd inwestor zobowiązany był występować do SEC o zgodę na skontaktowanie się z więcej niż 10 innymi inwestorami i w tym celu składać Komisji szczegółowe oświadczenie. Zgodnie z nowymi regułami inwestorzy mogli komunikować się między sobą w dowolny sposób, wysyłając do SEC jedynie kopię ustaleń. Tak więc nowa regulacja obniżyła koszt podejmowania wspólnych działań i blokowania propozycji zarządów.

Regulacja ta miała przełomowe znaczenie dla funkcjonowania ładu korporacyjnego i tym samym stosunków między zarządami przedsiębiorstw i ich akcjonariuszami, a w konsekwencji dla funkcjonowania przedsiębiorstw. Łatwość komunikacji między inwestorami zaowocowała tym, że rady dyrektorów (nadzorcze) zaczęły masowo zwalniać prezesów spółek uzyskujących niezadowolające wyniki [Fulman, 1998]. Jakkolwiek żaden pojedynczy inwestor instytucjonalny nie miał dostatecznej władzy do skutecznego monitorowania zarządów, inwestorzy ci nauczyli się współdziałać. Zmiana układu sił między inwestorami instytucjonalnymi i menedżerami przedsiębiorstw umożliwiła tym pierwszym skuteczne głosowa-

nie przeciwko propozycjom zarządów, wywieranie nacisków na zarządy, zmiany ich składu i dyscyplinowanie za pomocą wrogich przejęć [Kostant, 1999].

Lata 80. i 90. były okresem głębokich zmian w praktykach ładu korporacyjnego i idących w ślad za tym zachowaniach amerykańskich korporacji. Do roku 1980 nadzór ze strony właścicieli był relatywnie niewielki, jednak transformacja w kierunku instytucjonalnego modelu własności akcji zaowocowała niespotykaną wcześniej falą przejęć i głębokiej wewnętrznej restrukturyzacji, która urosła do miana wyróżnika lat 80. Jak wskazuje Jensen [1989], fala przejęć, która przetoczyła się wówczas przez korporacyjną Amerykę, związana była z zawodnością wewnętrznych mechanizmów kontroli. Holmstrom i Kaplan [2001] wskazują, że cechą charakterystyczną przejęć był ich wrogi charakter i wykorzystanie na szeroką skalę dźwigni finansowej. Jak podają Mitchell i Mulherin (za: Holmstrom i Kaplan [2001]), w latach 80. niemal połowa największych amerykańskich korporacji otrzymała oferty przejęcia. Co więcej, w wielu przypadkach, kiedy nie dochodziło do wrogiego przejęcia, sama jego groźba wywoływała w przedsiębiorstwach zwiększone wysiłki restrukturyzacyjne mające doprowadzić do zmniejszenia atrakcyjności przedsiębiorstwa jako celu przejęcia. Stąd też zasadne jest określenie przez Donaldsona (za: Holmstrom i Kaplan [2001]) lat 80. dekadą konfrontacji.

Lazonick i O'Sullivan [2000] wskazują, że fala wrogich przejęć odnotowana w latach 80. stworzyła nowy rynek — rynek kontroli nad przedsiębiorstwami, czego bezpośrednim efektem był wzrost dyscyplinującej roli rynków kapitałowych. W efekcie wzrosła presja na zarządy przedsiębiorstw, które częściowo w od-

powiedzi na nią upowszechniły praktykę wykupu akcji własnych i dystrybucji znacznej części zysków w postaci dywidend (wobec wcześniejszej praktyki reinwestowania zysków). Analizy empiryczne pokazują, że wykupy lewarowane (LBO) generalnie prowadziły do wzrostu wydajności. Przykładowo Kaplan i Stein [1993] wykazali, że w pierwszej połowie lat 80. przejmujące przedsiębiorstwa uzyskiwały poprawę wyników operacyjnych. Ten pozytywny obraz zmienił się w drugiej połowie tamtej dekady, kiedy to około jednej trzeciej transakcji typu LBO doprowadziło do niewypłacalności [Ibid.]. Co istotne, nie oznaczało to, że LBO nie prowadziły do wzrostu wydajności przedsiębiorstw, co spowodowane było wzrostem cen zawieranych transakcji. Korzystali na nich akcjonariusze spółek przejmowanych, a nie właściciele spółek przejmujących [Ibid.]. Autorzy ci wskazują, że łączne korzyści z zawarcia transakcji LBO pozostały dodatnie, zmienił się jednak ich podział.

Silny opór menedżerów wobec wrogich przejęć, przejawiający się m.in. w podejmowaniu środków prawnych, zaowocował wzrostem kosztów takich operacji w latach 90. [Holmstrom i Kaplan, 2001]. Jednak dostępne narzędzia obrony, np. w postaci tzw. *poison pills*, były często niewystarczające. Jednocześnie zarządy przedsiębiorstw zaczęły szeroko przeprowadzać restrukturyzacje (*downsizing*, *reengineering*) wewnątrz przedsiębiorstw, a także dokonywać wykupu akcji własnych na ogromną skalę, co zaowocowało spadkiem znaczenia i roli wrogich przejęć. Motywacją do podjęcia często drastycznej restrukturyzacji wewnątrz spółek było dla menedżerów uzyskanie spadku ryzyka wrogich przejęć, jak również uczestnictwo w korzyściach płynących ze zwiększenia efektywności [Ibid.]. Korzyści te miały postać progra-



mów opcji menedżerskich, które to programy w latach 90. zyskały ogromną popularność, wspomaganą w drugiej połowie dekady hossą na rynku akcji.

## 2. Teoria agencji i konieczność jej modyfikacji

W obszarze nauk ekonomicznych dominującą perspektywą badawczą wykorzystywaną do analizowania relacji między inwestorami a zarządami przedsiębiorstw jest teoria agencji (np. Eisenhardt [1989]). W podstawowej wersji teorii agencji menedżerowie spółek przedstawiani są jako agenci wynajęci do zarządzania przedsiębiorstwem przez i w interesie właścicieli określanych tutaj jako pryncypałow. Ponieważ interesy menedżerów są odmienne od interesów właścicieli, właściciele mogą dążyć do minimalizacji związanych z tym kosztów, monitorując agentów i tworząc systemy motywacyjne wiążące interesy agentów z interesami pryncypałów. Łączne koszty agencji obejmują koszty zachowań agentów niezgodnych z interesem pryncypałów, koszty monitorowania i systemów motywacyjnych służących minimalizacji takich zachowań agentów.

Podobnie w bardziej dojrzałej formie teorii agencji, opartej na teorii przedsiębiorstwa jako wiązki kontraktów<sup>2</sup> [Jensen i Meckling, 1976], menedżerowie spółek przedstawiani są jako istoty ekonomiczne, działające we własnym interesie, maksymalizujące własną użyteczność, a inwestorzy jako aktorzy ekonomiczni, którzy zawierają kontrakty z menedżerami na dostawę specyficznego czynnika produkcji, jakim jest kapitał ryzyka (Fama, 1980). Łączące ich relacje, zwane relacjami agencji, określają sposoby zapewnienia przez

pryncypałów zgodności działań agentów z interesem tych pierwszych.

Teoria agencji powstała jako odpowiedź na oderwanie własności od kontroli, będące podstawą rozwoju nowoczesnego przedsiębiorstwa. Modelową sytuację stanowi tu rozproszony akcjonariat, słabo zaangażowany (w rozumieniu kapitału ludzkiego) w to, co się dzieje w firmie, w rezultacie czego kontrolę nad nią sprawują menedżerowie [Berle i Means, 1932/1991]. Wzrost znaczenia instytucjonalnych form inwestowania i wzrost siły politycznej inwestorów instytucjonalnych znacznie zmieniają ten obraz. W związku z tym bezpośrednia aplikacja teorii agencji do opisu relacji zarządów przedsiębiorstw z inwestorami instytucjonalnymi nie jest bynajmniej oczywista. Jak sugerują Henry i wsp. [2006], odpowiedź na pytanie o wpływ inwestorów instytucjonalnych na relacje agencji w przedsiębiorstwach okazuje się „zaskakująco niejasna”. Wobec tego zastanawiające jest, że instytucje finansowe zajmują bardzo niewiele miejsca w teorii ładu korporacyjnego, ekonomii i finansów.

Henry i wsp. [2006] zauważają, że zastosowanie teorii agencji w zmienionych warunkach stwarza wiele problemów, które jednak bardzo rzadko bywają przedmiotem analiz. U źródeł owych problemów leży nie tyle związana z rozwojem inwestorów instytucjonalnych koncentracja własności, ile pełniona przez nich funkcja powierników środków powierzonych im w zarządzanie przez klientów, a także różnicowanie interesów poszczególnych inwestorów [Ryan i Schneider, 2003]. Można powiedzieć, że sam wzrost koncentracji własności zbliża sytuację spółek giełdowych do sytuacji spółek niepublicz-

<sup>2</sup> W tym ujęciu organizacja stanowi system wielostronnych relacji, które można rozdzielić na szereg dwustronnych relacji agencji.

nych, dobrze opisanej w osobnym nurcie literatury, natomiast funkcja powierników (pośredników finansowych), pełniona przez inwestorów instytucjonalnych, tworzy zupełnie nową jakość.

Warto tu przypomnieć główną tezę zawartą przez Berle i Meansa [1932/1991] w ich klasycznym dziele „The Modern Corporation and Private Property” mówiącą, że oderwanie własności od kontroli nad aktywami rzeczowymi miało kluczowe znaczenie dla rozwoju nowoczesnej korporacji. Jeden z nielicznych badaczy analizujących wpływ inwestorów instytucjonalnych na relacje agencji w przedsiębiorstwach, Brown [1998], stawia tezę, że oderwanie własności od kontroli nad aktywami finansowymi na skutek ogromnego sukcesu modelu pośrednictwa finansowego stanowi wyróżniającą cechę rozwoju świata korporacji na rozwiniętych rynkach po II wojnie światowej. Allen [2001] zwraca uwagę na wyraźną niespójność polegającą na milczącym założeniu w dominującym nurcie literatury dotyczącej teorii agencji, że przekazywanie przez inwestorów indywidualnych środków finansowych przedsiębiorstwom wskutek bezpośredniego zakupu akcji wiąże się z kosztami agencji, a powierzenie im w zarządzanie instytucjom finansowym nie powoduje powstania takich kosztów. Aby naprawić owe niedopatrzenie, w pierwszej kolejności należy zdać sobie sprawę z tego, że inwestorzy instytucjonalni nie są faktycznymi beneficjentami praw własności, ale pośrednikami finansowymi, pracującymi za stałą opłatę i których interesy niekoniecznie są tożsame z interesami ich klientów [Ryan i Schneider, 2003]. Sytuacja taka oznacza, że interesy inwestorów instytucjonalnych mogą się znacznie różnić od zwyczajowo przypisywanych właścicielom. Dlatego też podejmując temat wpływu wzrostu zna-

czenia tych inwestorów na sferę agencji w przedsiębiorstwach, należy w pierwszej kolejności odpowiedzieć na pytanie, czy i — jeśli tak — w jaki sposób zachowanie i cele inwestorów instytucjonalnych różnią się od celów i zachowań inwestorów indywidualnych. Drugą kwestią wymagającą przeanalizowania jest opisywana w pierwszej części artykułu koncentracja kapitału postępująca dzięki inwestorom instytucjonalnym i jej możliwy wpływ na relacje inwestorów z zarządami spółek giełdowych, czyli na klasyczne koszty agencji w przedsiębiorstwach.

Zrozumienie, czym własność instytucji różni się od własności inwestorów indywidualnych, wymaga więc skierowania uwagi na rolę instytucji jako pośredników finansowych między ich klientami a menedżerami spółek giełdowych i obowiązki powiernicze wobec klientów. Ponieważ inwestorzy instytucjonalni, a także ich właściciele, mogą mieć cele odmienne od celów klientów, tworzy to dodatkowe — ponadtradycyjne związane z odmiennością interesów menedżerów przedsiębiorstw — źródła kosztów agencji dla ostatecznych właścicieli, czyli klientów instytucji. To, czy posiadanie akcji za pośrednictwem instytucji jest korzystne dla inwestorów, zależy, jak pisze Schneider [2000], od efektywności otoczenia prawnego i od istniejących w przedsiębiorstwach mechanizmów nadzorczych w ochronie inwestorów (klientów funduszy). Oczywiście istotnym czynnikiem jest też wysokość i struktura opłat pobieranych od klientów przez inwestorów instytucjonalnych.

Do głównych motywów inwestowania za pośrednictwem różnego typu instytucji wspólnego inwestowania należą skorzystanie z szerokiej dywersyfikacji portfela, skorzystanie z profesjonalnych usług, takich jak przechowywanie historii

transakcji i uzyskiwanie wyższej stopy zwrotu [Schneider, 2000]. Ponieważ indywidualni gracze często nie mają wiedzy i doświadczenia umożliwiającego samodzielne zarządzanie swoim kapitałem (Allen i Santomero [1998] mówią tu o kosztach uczestnictwa w rynku — *participation costs*), nawiązują stosunki kontraktowe z inwestorami instytucjonalnymi. W ten sposób instytucje stają się powiernikami majątku swoich klientów, skutecznie zmniejszając ich koszty uczestnictwa w rynku. Instytucje te powinny używać swojej najlepszej wiedzy do określania, jakie decyzje inwestycyjne są najlepsze dla ich klientów, działać w ich imieniu i unikać konfliktu interesów własnych z interesem klientów [Schneider, 2000].

Wykonując swą misję pośrednictwa finansowego, inwestorzy instytucjonalni odpowiedzialni są w pierwszej kolejności za dobór spółek do portfela i monitorowanie zarządów spółek portfelowych. Przekazanie owych pełnomocnictw może stwarzać problemy powiązania interesów instytucji i ich klientów, co wiąże się z kosztem agencji dla pryncypałów (klientów funduszy). Złamanie obowiązków powierniczych w stosunku do klientów, kiedy to instytucja finansowa działa dla własnej korzyści lub angażuje się w konflikt interesów, jest potencjalnym źródłem strat dla klientów. Barclay i wsp. [1998] pokazują, że fundusze wzajemne mogą realizować politykę inwestycyjną służącą zwiększeniu przychodów z opłat dzięki przyciągnięciu nowych klientów kosztem maksymalizacji stopy zwrotu netto dla dotychczasowych klientów. Przykładowo klienci funduszy mogą być narażeni na większe ryzyko i związaną z tym większą zmienność stopy zwrotu, niż się tego spodziewają. Ponieważ struktura opłat na rzecz funduszy wzajemnych (inwestycyjnych) powiązana

jest z wysokością zarządzanych środków i znajduje się w niewielkim związku z osiąganymi wynikami inwestycyjnymi, można tu mówić o słabszym powiązaniu kontraktowym interesów funduszy i ich klientów, niż ma to miejsce w relacjach inwestorów z zarządami przedsiębiorstw (zarządy obecnie powszechnie korzystają z programów opcji na akcje). Ogromny nierozwiązany problem stanowią też trudności z nadzorem nad funduszami ze strony klientów. O jego skali może świadczyć ujawnienie w 2008 r. największej w historii piramidy finansowej w funduszu Bernarda Madoffa (straty klientów rzędu 50 miliardów dolarów).

Przejęcie przez inwestorów instytucjonalnych prawa do monitorowania zarządów przedsiębiorstw giełdowych, które to prawo wobec powiązania owych instytucji relacjami powierniczymi z klientami przybiera postać obowiązku, pozwala określić za Blackiem [1992] inwestorów instytucjonalnych terminem agentów pilnujących agentów. Przyjmując taką perspektywę, Chandar (za: Schneider [2000]) zaproponował trójstronny model agencji inwestorów instytucjonalnych. W tym ujęciu jako pryncypałowie traktowani są ostateczni właściciele (klienci funduszy), fundusze traktowane są jako agenci nadzorujący swoich agentów (czyli zarządy spółek portfelowych), ci ostatni zaś jako agenci nadzorowani przez agentów (pośredników finansowych). Schneider [2000] na podstawie przywołanego modelu Chandara zaproponowała model wiązki agencji (*nexus agency model*) uwzględniający także innych poza klientami interesariuszy inwestorów instytucjonalnych. Interesariusze ci, jak pisze Schneider [2000], mają różne oczekiwania względem zachowań inwestorów instytucjonalnych, co czyni te organizacje podatne na konflikt interesów. W ten

sposób Schneider [2000] zwraca uwagę na istnienie kolejnego, trzeciego już typu kosztów agencji w sytuacji występowania pośrednictwa finansowego. Koszty te dotyczą wpływu, który na zachowania inwestora instytucjonalnego wywierają inni jego interesariusze. Autorka wymienia powiązania właścicieli funduszy z innymi organizacjami obecnymi na rynku giełdowym, a także, w odniesieniu do funduszy wzajemnych, inne fundusze wzajemne, które wywierają wpływ poprzez normy obowiązujące w tej branży. Tego typu koszty agencji powstają, gdy instytucje finansowe inwestują wzajemnie w swoich właścicieli.

Do kosztów agencji związanych z wpływem innych (poza klientami) interesariuszy inwestorów instytucjonalnych zaliczyć też należy, moim zdaniem, interesy własne zarządzających pieniędzmi powierzonymi funduszom, które to zachowania nie muszą pokrywać się z interesami samych funduszy ani tym bardziej ich klientów. Obserwacja ta zwraca uwagę na systemy motywacyjne i monitoring zachowań zarządzających. W świadomości publicznej przyjęło się zjawisko tzw. *window dressing* polegające na sztucznym zawyżaniu kursów akcji przez zarządzających środkami w funduszach w celu uzyskania przez nich jak najwyższych premii za wyniki inwestycyjne. Działania takie niewątpliwie nie są zgodne z interesami klientów, a zbieżność z interesem samych funduszy zależy od przełożenia tak podrasowanych wyników inwestycyjnych na udziały instytucji w rynku i związane z tym opłaty za zarządzanie. Bardziej dramatyczny przykład stanowią niedawne głośne skandale, jak ten dotyczący miliardowych strat poniesionych przez tradera wielkiego francuskiego banku Societe Generale, które świadczą o tym, że nadzór nad osobami zarządzającymi środkami jest dalece nieszczelny.

Linia obrony tradera, mówiąca, że był zachęcany do ryzykownych operacji i dopóki uzyskiwał dobre rezultaty, jego szefowie byli zadowoleni, wskazuje z kolei, że mamy do czynienia ze zdecydowanie głębszym problemem, obejmującym przenikanie się kosztów agencji na linii zarządzających pieniędzmi klientów — fundusze i na linii fundusze — klienci.

Koszty agencji inwestorów instytucjonalnych wobec ich klientów przybierają więc dwojaką postać: (1) odmiennych interesów instytucji niż ich klientów i (2) wpływu pozostałych interesariuszy funduszy, w tym odmiennych interesów zarządzających środkami klientów niż samych funduszy. Tym samym łącznie mamy do czynienia z trzema źródłami potencjalnych kosztów agencji: (1) ze strony zarządów spółek, (2) ze strony pośredników finansowych i (3) ze strony innych interesariuszy owych inwestorów instytucjonalnych. Oznacza to, że zasadnicza różnica między własnością inwestorów indywidualnych i instytucji polega na tym, że w pierwszym przypadku mamy do czynienia z jednym rodzajem kosztów agencji, a w drugim — z trzema. Ponadto Schneider [2000] zwraca uwagę na koszt związany z koniecznością pośredniego poddania się regulacjom dotyczącym inwestorów instytucjonalnych.

Te dodatkowe koszty rodzą pytanie, czy inwestorom indywidualnym opłaca się inwestowanie za pośrednictwem instytucji finansowych? Mówiąc o korzyściach, obok korzyści wynikających z dywersyfikacji na pierwszym miejscu stawia się redukcję tradycyjnych kosztów agencji dzięki bardziej efektywnemu monitorowaniu. Można tu więc mówić o dodatkowej obok dywersyfikacji metodzie obniżki ryzyka inwestycyjnego. Koncentracja aktywów w rękach silnych inwestorów instytucjonalnych, prowadząca do zmiany układu sił między

inwestorami a zarządami przedsiębiorstw, umożliwia tym pierwszym redukcję ryzyka inwestycyjnego poprzez wpływ na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwach, czyli umożliwia redukcję klasycznych kosztów agencji. Inwestorzy instytucjonalni nie są jednak skłonni do przejmowania odpowiedzialności za zarządzanie przedsiębiorstwem. Źródłem owej niechęci są wysokie i — ze względu na intensyfikację konkurencji i przyspieszenie zmian na rynkach produktów — rosnące asymetrie informacyjne i kompetencyjne między nimi a menedżerami przedsiębiorstw. W związku z tym aktywność inwestorów instytucjonalnych przejawia się zasadniczo nie poprzez ingerowanie w bieżące decyzje, które pozostają w gestii menedżerów przedsiębiorstwa, ale przez (1) określenie i narzucenie reguł czy zasad służących zapewnieniu zgodności działań menedżerów z interesem akcjonariuszy (narzucenie miary wartości dla akcjonariuszy), (2) ściślejszą kontrolę przestrzegania owych zasad przez zarządy, co dotyczy zwłaszcza obszaru ładu korporacyjnego, a także zasad komunikacji z rynkiem.

Niestety również model wiązki agencji jest niepełny i stanowi nadmierne uproszczenie. Nie uwzględnia on faktu, że interesy różnych inwestorów instytucjonalnych (i ich klientów) mogą się różnić i niekoniecznie muszą pokrywać się z realizowaną przez spółkę zasadą maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Odmienność interesów różnych znaczących akcjonariuszy stwarza problem potencjalnie negatywnych konsekwencji wypełniania przez spółkę celów danego akcjonariusza lub grupy akcjonariuszy kosztem pozostałych. Dlatego też w literaturze prawniczej dotyczącej tego obszaru wiedzy wyraźnie postawiona jest kwestia obowiązków powierniczych jednych inwestorów instytu-

cyjnych (zaangażowanych w przedsiębiorstwie) wobec innych. Postawienie tego problemu wynika właśnie z dostrzeżenia faktu, że zarządy spółek stają jednocześnie wobec interesów wielu akcjonariuszy i interesy te mogą być rozbieżne lub sprzeczne. Jednocześnie, przyjmując punkt widzenia pojedynczego inwestora instytucjonalnego, możliwość realizacji przyjętych przez niego celów zależy od interesów i siły przetargowej pozostałych akcjonariuszy, zwłaszcza dużych (zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych, tzw. strategicznych):

### 3. Obowiązki inwestorów instytucjonalnych

Tradycyjnie przyjmuje się, że akcjonariusze nie mają żadnych obowiązków wobec przedsiębiorstwa i pozostałych akcjonariuszy. Jak wiadomo, w typowej spółce giełdowej władzę dzielą między siebie zarządy, rady nadzorcze i właściciele. Dwie pierwsze grupy mają swoje prawa i przywileje, ale także obowiązki. Mianowicie są one zobowiązane postępować w interesie — zależnie od prawodawstwa — akcjonariuszy lub samego przedsiębiorstwa. Natomiast w odniesieniu do akcjonariuszy przyjmuje się zazwyczaj, że nie mają oni sprecyzowanych obowiązków w stosunku do pozostałych grup i mogą postępować (np. głosować) we własnym wąsko rozumianym interesie [Anabtawi i Stout, 2008].

Od tej generalnej zasady istnieje dobrze znany wyjątek dotyczący akcjonariuszy większościowych, którzy mają obowiązki powiernicze w stosunku do akcjonariuszy mniejszościowych, wynikające z możliwości wyciągania przez nich prywatnych korzyści [Karmel, 2004]. Prywatne korzyści przyjmują dwie główne postacie: (1) wykorzystywanie informacji prywatnych

(insiderskich) i oparty na nich handel (*insider trading*) oraz (2) wyprowadzanie aktywów ze spółki ze stratą dla pozostałych akcjonariuszy.

Akcjonariusze mniejszościowi są zwykle postrzegani jako wolni od tego typu obowiązków dbałości o innych akcjonariuszy; co więcej, mają możliwość wpływania na decyzje w przedsiębiorstwie w takim stopniu, w jakim dadzą radę [Ibid.]. Inwestorzy ci postrzegani są zwykle jako potencjalne ofiary wykorzystywania pozycji przez inwestorów dominujących i kontrolowane przez nich zarządy. W celu obrony podejmują oni działania określane mianem aktywizmu (*investor activism*). Aktywizm inwestorów skierowany może być na osiągnięcie następujących celów ekonomicznych i nieekonomicznych [Brown, 1998]:

1. wybór niezależnych członków rad dyrektorów,
2. wpływ na wynagrodzenia zarządów,
3. weto w kwestiach akwizycji, nabycia długów, sprzedaży znaczących aktywów,
4. ograniczanie możliwości płacenia tzw. *greenmail*<sup>3</sup> przez przedsiębiorstwa,
5. usuwanie najwyższych menedżerów i powoływanie nowych,
6. weto w stosunku do strategii *poison pill*<sup>4</sup>,
7. obszar odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstwa.

Wobec ogromnego wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych pojawia się pytanie, czy obowiązek powierniczy można i należy rozciągać na inwestorów instytucjonalnych w spółkach giełdowych? Pytanie to jest tym bardziej zasadne, że rosnący w siłę inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza szybko rozwijające się fundusze hedgingowe, wykorzystują nowo nabytą władzę do wywierania na menedżerów przedsiębiorstw nacisków nietylko w kwestii wypunktowanych powyżej spraw, ale też przeprowadzania transakcji skupu akcji własnych, dywidendy, sprzedaży aktywów czy nawet całych firm. W wielu przypadkach transakcje takie są korzystne jedynie dla owych inwestorów, nie przynosząc korzyści lub nawet szkodząc samej firmie i pozostałym udziałowcom [Anabtawi i Stout, 2008].

W spółkach o znaczącym udziale inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie nie występuje klasyczny układ „silni menedżerowie, słabi właściciele”, opisany przez Berle i Meansa [1932/1991], ale „silni posiadacze [znaczących] pakietów akcji, słabi właściciele” indywidualni [Becht, 1997, s. 4]. Autor ten zauważa, że w takiej sytuacji drobni akcjonariusze mogą być wykorzystywani przez posiadaczy dużych pakietów akcji i przez menedżerów przedsiębiorstw, którzy to menedżerowie wyznaczani są przez znaczących akcjonariuszy. Z kolei menedżerowie są ograniczeni przez nieformalne — i nie-

<sup>3</sup> *Greenmail*, dosłownie „zielona poczta”, to w USA określenie sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo zagrożone przejęciem dokonuje płatności na rzecz potencjalnego przejmującego w celu odkupienia akcji wcześniej nabytych przez niego po cenie zawierającej premię w zamian za zaniechanie dalszych działań w kierunku przejęcia firmy (za: Słownik Reutera, [1992, ss. 184-185]).

<sup>4</sup> *Poison pill*, dosłownie „pigulka trucizny”, to metoda samoobrony spółki przed tzw. wrogim przejęciem. Polega na podejmowaniu działań zmniejszających atrakcyjność udziałów firmy, np. poprzez emitowanie nowych akcji preferencyjnych dających akcjonariuszom prawo do ich wykupu z premią, gdy pojawi się możliwość przejęcia takiego przedsiębiorstwa. Działania takie podnoszą koszt nabycia firmy, a tym samym zniechęcają potencjalnych kupców (za: Słownik Reutera, [1992, s. 199]).

transparentne, niedostępne do publicznej wiadomości — obowiązki narzucone przez głównych akcjonariuszy instytucjonalnych. Możliwość osiągania prywatnych korzyści przez inwestorów instytucjonalnych dysponujących dużymi pakietami akcji sugeruje potrzebę traktowania ich podobnie jak strategicznych inwestorów większościowych i zasadność ochrony przed nimi pozostałych inwestorów.

Anabtawi i Stout [2008] podkreślają, że kwestia wykorzystywania władzy przez instytucjonalnych inwestorów mniejszościowych do niedawna była pomijana przez badaczy, co związane jest z dwoma faktami. Po pierwsze, do niedawna inwestorzy ci odgrywali pasywną rolę w spółkach giełdowych. Brakowało im umiejętności i motywacji do angażowania się w aktywizm inwestorski. Po drugie, uważano, że nawet jeśli silni mniejszościowi akcjonariusze usiłowałiby odgrywać bardziej aktywną rolę w spółkach giełdowych, ich zasadniczym celem byłaby poprawa wyników przedsiębiorstwa, co jest celem zbieżnym z interesami ogółu akcjonariuszy i samego przedsiębiorstwa. Tradycyjnie inwestorzy instytucjonalni postrzegani są też jako obrońcy interesów ogółu inwestorów przed nadużyciami akcjonariuszy większościowych. Tym samym aktywizm z ich strony oznaczać powinien pozytywne oddziaływanie.

Anabtawi i Stout [2008] stwierdzają jednak, że w ostatnich latach oba te argumenty straciły na aktualności, tak że obecnie nie odzwierciedlają rzeczywistości. Założenie, że akcjonariusze mniejszościowi spółek giełdowych nie mają możliwości ani motywacji do aktywnego angażowania się w funkcjonowanie spółek poprzez wywieranie wpływu na procesy podejmowania decyzji jest już nieaktualne. Autorzy ci wskazują, że w miarę rozwoju modelu

inwestowania przez pośrednika (inwestora instytucjonalnego) inwestorzy mniejszościowi stają się silniejsi, a ich interesy bardziej różnicowane. Ekonomiczne interesy jednych inwestorów w coraz większym stopniu stają w konflikcie z interesami innych inwestorów. W takich warunkach aktywni akcjonariusze instytucjonalni mogą wykorzystywać swoją rosnącą siłę nie do wpływania na poprawę funkcjonowania i wyników przedsiębiorstwa, ale do poprawy swojej pozycji kosztem innych akcjonariuszy.

Autorzy ci postulują, że zwiększona władza inwestorów instytucjonalnych powinna iść w parze z większą odpowiedzialnością, co w szczególności dotyczy inwestorów-aktywistów. Powinni oni podlegać obowiązkowi powierniczemu w stosunku do pozostałych inwestorów mniejszościowych na wzór zarządów, rad nadzorczych i właścicieli większościowych. Nie można oczekiwać, że owi aktywiści są wolni od pokusy działania we własnym interesie kosztem innych.

Warto przypomnieć, że najważniejszym obowiązkiem inwestorów instytucjonalnych jest troska o uzyskiwanie jak najwyższej stopy zwrotu dla klientów przy danym profilu ryzyka. Podstawowy obowiązek dotyczy więc klientów funduszy, nie przedsiębiorstw, w których akcje inwestują. Praktyka pokazuje (np. Henry et al. [2006]), że w stosunku do przedsiębiorstw fundusze są raczej użytkownikami pakietów akcji niż (odpowiedzialnymi) współwłaścicielami. Skoro więc inwestorzy instytucjonalni mają odpowiadać (pełnić obowiązki powiernicze) przed przedsiębiorstwami (czy też ogółem akcjonariuszy) i klientami, oznacza to, że są uwikłani w podwójne przeciwstawne relacje agencji.

Owa dwoistość stwarza ogromne wyzwania dla inwestorów instytucjonalnych,

a także dla ustawodawców mających regulować ich zachowania dla dobra rynku kapitałowego. Jedynym sensownym wyjściem z owego zakleszczenia obowiązków powierniczych inwestorów instytucjonalnych wydaje się przyjęcie za Karmelem [2004], że interes akcjonariuszy dotyczy posiadanych przez nich akcji, nie aktywów przedsiębiorstwa. Niezwykle ważne jest tutaj wyraźne rozróżnienie istoty kontroli nad aktywami rzeczowymi firmy i nad kapitałem finansowym. Pierwszeństwo dla inwestorów instytucjonalnych powinny mieć obowiązki powiernicze w stosunku do klientów powierzających im środki w zarządzanie. Myślenie takie dominuje wyraźnie w praktyce — Karmel [2004] zauważa, że inwestorzy instytucjonalni nie zachowują się jak właściciele przedsiębiorstw. Jakkolwiek niektóre instytucje powierzają kapitał długoterminowo, inne są krótkookresowymi traderami, jeszcze inne inwestują poprzez pasywne fundusze indeksowe. Relacje z zarządami przedsiębiorstw odzwierciedlają w każdym przypadku przyjęte strategie inwestycyjne, które mogą się bardzo różnić (np. Bushee [2004] Coyne i Witter [2002]).

Z powyższej analizy wyłania się obraz problemów agencji zasadniczo odmienny od przedstawionego przez Berle i Meansa [1932/1991]. Na podstawie powyższych badań za najbardziej palący problem można uznać nie koszty agencji wynikające z siły menedżerów przedsiębiorstw i jednoczesnej słabości akcjonariuszy, ale koszty agencji związane z rosnącą władzą inwestorów instytucjonalnych zdolnych realizować własne cele kosztem interesów klientów lub wykorzystujących prywatne informacje o przedsiębiorstwach i wdających się w gry interesów z innymi znaczącymi inwestorami czy budujących koalicje kosztem pozostałych akcjonariuszy. Jednak

nawet ten obraz nie stanowi jeszcze wystarczająco wiernego odzwierciedlenia zjawisk zachodzących obecnie w sferze agencji spółek giełdowych. Ostatnim brakującym elementem są działania zarządów spółek zorientowane i wpływające na równowagę (lub jej brak) sił między poszczególnymi typami inwestorów i ich celów.

#### **4. Zarządzanie inwestorami przez zarządy spółek giełdowych**

Z powodu braku lojalności inwestorów instytucjonalnych wobec przedsiębiorstw, w których akcje inwestują, i braku poczucia odpowiedzialności za losy owych przedsiębiorstw reakcją zarządów spółek giełdowych na rosnącą władzę inwestorów był rozwój strategii giełdowych [Pietrewicz, 2008a]. Proponowanym w literaturze rozwiązaniem konfliktu między interesami różnych inwestorów jest przyjęcie miary, która łączyć ma w sobie i tym samym godzić interesy wszystkich inwestorów, a którą jest wartość dla akcjonariuszy, będąca miarą przyrostu zamożności inwestorów w jednostce czasu (obejmuje ona zmiany wartości przedsiębiorstwa i wypłacane dywidendy). Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy ma harmonizować interesy wszystkich bieżących i przyszłych akcjonariuszy, między innymi dzięki temu, że dzisiejsze działania przedsiębiorstw zorientowane na poprawę zamożności jutrzejszych akcjonariuszy znajdują przełożenie na wartość dla akcjonariuszy już w bieżącym okresie.

Zgodnie z dominującym w literaturze finansowej podejściem oddzielenie zarządzania od własności przedsiębiorstw notowanych na rynkach akcji eliminuje potrzebę posiadania przez menedżerów wiedzy na temat właścicieli, gdyż menedżerowie mogą i powinni zarządzać przedsiębiorstwem niezależnie od kompetencji, gustów



i preferencji poszczególnych inwestorów [Coyne i Witter, 2002; Cready, 2001]. Różnice między inwestorami czy grupami inwestorów mogą doprowadzić do zmian ceny akcji niezależnie od ich wartości fundamentalnej (co oznacza pogorszenie korelacji teoretycznej wartości tworzonej w przedsiębiorstwie z faktyczną wartością inwestorów), jednak w długim okresie cena ta podąża w ślad za ową wartością. Dlatego też zarządy przedsiębiorstw powinny koncentrować się na tworzeniu wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa, co — jak się wskazuje w literaturze finansowej — najlepiej służy długofalowym interesom właścicieli (np. Copeland et al. [1995], Hansmann i Kraakman [2001]).

Badania (np. Bushee [2004], Coyne i Witter [2002]) pokazują jednak, że sami inwestorzy często nie kierują się wartością teoretyczną i w związku z tym ich nadrzędnym interesem nie jest maksymalizacja przez zarządy długookresowej wartości, co określane bywa mianem kosztów agencji inwestorów, tzn. preferencji, interesów i działań niektórych akcjonariuszy niezgodnych z długookresowym interesem przedsiębiorstwa [Pietrewicz, 2008b].

Występowanie tych kosztów ma bardzo poważne konsekwencje, wśród których najbardziej podstawową jest konieczność rozróżnienia interesu inwestora modelowego (zainteresowanego maksymalizacją wartości fundamentalnej spółki w długim okresie) i faktycznych interesów inwestorów. Podporządkowanie funkcjonowania przedsiębiorstw interesom właścicieli opierało się na cichym założeniu, że celem właścicieli jest maksymalizacja wartości firmy w długim okresie. Konieczność odrzucenia tego założenia musi więc oznaczać redefinicję relacji przedsiębiorstwo-akcjonariusze [Ibid.].

Dla niektórych inwestorów lub grup inwestorów maksymalizacja teoretycznej wartości przez przedsiębiorstwa schodzi na dalszy plan, ustępując miejsca w hierarchii celów innym oczekiwaniom, których realizacja przez zarząd odbywać się będzie kosztem maksymalizacji długookresowej wartości czy kosztem innych inwestorów. Bodaj najbardziej wyrazistego przykładu takiej sytuacji dostarcza wymuszanie przez inwestorów nadmiernie wysokich dywidend, negatywnie rzutujących na możliwości rozwojowe spółek, co można określić jako działanie akcjonariuszy na szkodę spółek. Podobnym przykładem jest presja inwestorów na obniżkę wydatków rozwojowych, w praktyce najczęściej na badania i rozwój, która może przynosić inwestorom korzyści w postaci wzrostu kursu akcji w krótkim okresie, jednak w dłuższym okresie oznacza pogorszenie pozycji firmy na rynku szans rozwojowych, co niekorzystnie przekłada się na jego wycenę. W obu tych przykładach początkowo korzyść odnoszą wszyscy akcjonariusze, a w dłuższym okresie również wszyscy tracą, jednak w międzyczasie zmienia się skład akcjonariatu z prawdopodobnym wczesnym wyjściem tych, którzy wywierali początkową presję [Pietrewicz, 2008b]. Warto zaznaczyć, że niekorzystny wpływ na wyniki przedsiębiorstwa w długim okresie może wywierać jeden inwestor o dominującej pozycji lub grupa inwestorów, co dotyczy także inwestorów instytucjonalnych. Akcjonariusze ci mogą też mieć inne cele niż maksymalizacja zwrotu na kapitale — ich cele mogą mieć charakter niefinansowy. Przykładowo Ryan i Schneider [2003] ostrzegają, że niektóre typy akcjonariuszy instytucjonalnych, w szczególności fundusze emerytalne sektora publicznego i społecznie odpowiedzialne fundusze wzajemne, uwzględniają zarówno cele finansowe, jak i społeczne.

Można więc powiedzieć, że faktyczne cele i zachowania inwestorów dalekie są od założeń dominującego modelu ładu korporacyjnego (orientacja akcjonariatu jako całości na maksymalny wzrost wartości przedsiębiorstw w długim okresie). Inwestorzy często zorientowani są na realizację własnych krótkookresowych celów, nie interesując się dalszym losem pozostałych akcjonariuszy i samej spółki. W danych warunkach rynkowych (przy danym akcjonariacie) zarządy przedsiębiorstw zmuszone są poszukiwać kompromisu między celami maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy w długim okresie, a presją inwestorów na zaspokajanie ich bieżących oczekiwań.

Jednocześnie jednak zarządy spółek mogą podejmować świadome systematyczne działania zorientowane na zmianę zastanej struktury akcjonariatu. Nie wchodząc tutaj w bardzo obszerny temat strategii i technik wywierania wpływu na zachowanie inwestorów, wystarczy powiedzieć, że celem takich działań może i powinno być pozyskanie bazy akcjonariuszy zorientowanych na maksymalizację owej wartości lub zbyt słabych, by się owemu interesowi skutecznie przeciwstawiać, forsując cele krótkookresowe [Pietrewicz 2008b].

Zasadność i opłacalność budowy owych strategii przez zarządy przedsiębiorstw związana jest nierozzerwalnie z dyktatem rynków akcji, tj. silną konkurencją między inwestorami instytucjonalnymi, rodzącą różnorodne krótkookresowe naciski. Gdyby nie ów dyktat, zarządy spółek giełdowych nie odczuwałyby motywacji, by wydawać środki na rozwój strategii giełdowych (gdyż nie czułyby zagrożenia ze strony akcjonariuszy), a zamiast tego mogłyby przeznaczyć je np. na działalność na rynkach produktów.

Logika zachodzących procesów prowadzi do sytuacji, w której rozwój strategii giełdowych przez każdą pojedynczą spółkę giełdową wynika obecnie już nie tylko z dyktatu inwestorów instytucjonalnych, ale z rozwijania ich przez inne spółki giełdowe, czyli z *sytuacji konkurencyjnej na giełdzie*. Parafrazując Copelanda et al. [1994], podkreślających konieczność podporządkowania działalności przedsiębiorstw filozofii zarządzania wartością, można powiedzieć, że dziś zarządy przedsiębiorstw nie mają wyboru — muszą rozwijać strategie giełdowe, gdyż inaczej pogorszy się ich pozycja na rynku kapitałowym, co przełoży się na pogorszenie dostępu do kapitału, spadek cen akcji, możliwe przejęcie przez konkurentów i zwolnienie zarządu. Skoro rynek ten jest konkurencyjny, to spółki giełdowe muszą poszukiwać na nim przewagi konkurencyjnej, rozwijając strategie giełdowe. Koncentracja własności i silna konkurencja między inwestorami instytucjonalnymi uruchomiły więc mechanizm, którego nie sposób zatrzymać i który wszedł na stałe (dopóki nie wydarzy się coś, co go zatrzyma) do funkcjonowania spółek giełdowych i rynków akcji.

### Podsumowanie

Oddzielenie własności od kontroli w dużych nowoczesnych przedsiębiorstwach nieuchronnie wywołuje problem kosztów agencji. Można by przypuszczać, że koncentracja kapitału, dokonująca się drogą wzmacniania znaczenia inwestorów instytucjonalnych, zmniejszy koszty agencji, ściślej wiążąc zachowania menedżerów przedsiębiorstw z interesami akcjonariuszy, czyli złagodzi negatywne konsekwencje oddzielenia własności i kontroli. Przeprowadzone badania wskazują jednak, że nadzieje ta jest w znacznym stopniu

złudna, gdyż wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych w rzeczywistości powoduje dalsze rozdzielanie własności i kontroli. Przede wszystkim interesy inwestorów instytucjonalnych będących pośrednikami finansowymi mogą różnić się od interesów finalnych właścicieli, co rodzi dodatkowe koszty agencji. Możliwość realizacji własnych celów przez zarządzających pieniędzmi klientów (a także wpływ na decyzje przez innych interesariuszy inwestorów instytucjonalnych) tworzą dodatkowe koszty agencji. Z drugiej strony siła inwestorów instytucjonalnych umożliwia redukcję tradycyjnych kosztów agencji w przedsiębiorstwach. Jednocześnie jednak silne zróżnicowanie inwestorów instytucjonalnych (wystarczy wspomnieć całkowicie przeciwstawne filozofie inwestowania funduszy emerytalnych i hedgingowych) i możliwość odnoszenia korzyści przez jedne instytucje kosztem innych otwiera kolejny obszar kosztów agencji.

Paradoksalnie do miana stróżów interesu teoretycznego inwestora, czyli zainteresowanego w pierwszej kolejności wzrostem wartości spółki w długim okresie, mogą pretendować zarządy przedsiębiorstw. Co znamienne, Becht [1997] wskazuje na menedżerów przedsiębiorstw jako najbardziej zainteresowanych poprawą standardów przejrzystości działań inwestorów dysponujących znacznymi pakietami akcji jako zapewniającą im (tzn. menedżerom) większą niezależność od nieformalnych zobowiązań często narzucanych im przez silnych akcjonariuszy. Natychmiast pojawia się jednak dobrze znane pytanie: kto ma nadzorować nadzorujących, skoro rada nadzorcza stanowi miejsce styku interesów zarządów i najsilniejszych inwestorów i wywierania potencjalnie szkodliwych dla innych akcjonariuszy wpływów na zarządy?

W końcu należy podkreślić, że wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych będących w istocie pośrednikami powoduje rozmycie odpowiedzialności. Pojawia się pytanie, takie jak: przed kim odpowiadają zarządy przedsiębiorstw — przed pośrednikami czy przed finalnymi właścicielami? Odpowiedź jest pozornie prosta (przed finalnymi właścicielami), jednak nie widać sił, które mogłyby zagwarantować działania zarządów przedsiębiorstw w interesie owego finalnego inwestora. Realizacja przez zarządy spółek strategii giełdowych może służyć zbilansowaniu sił i interesów różnych znaczących inwestorów, co mogłoby służyć silniejszej orientacji na mierniku wartości dla akcjonariuszy równoważącym interesy wszystkich akcjonariuszy. Kto jednak ma monitorować, czy faktycznie takim celom służą przyjmowane strategie giełdowe, a nie np. zwiększeniu siły zarządów wobec akcjonariatu jako całości? Ci sami znaczący inwestorzy, których egoistyczne zachowania i interesy strategię giełdową zarządów spółek mają neutralizować? Tego typu pytania można mnożyć, a wyznaczają one kierunki dalszych badań.

Relacje między inwestorami a zarządami przedsiębiorstw, leżące w centrum zainteresowania specjalistów zajmujących się łańcem korporacyjnym, wyznaczają niezwykle obiecujący obszar wiedzy o ogromnym potencjale rozwojowym. Jej dalszy rozwój będzie wymagać dużej dawki eklektyzmu i przemieszania różnych perspektyw i dziedzin naukowych, włączając finanse, ekonomię, zarządzanie i prawo, a nawet politologię. Moja analiza może sugerować, że ekonomiczna teoria agencji stanowi dalece niedoskonały pryzmat patrzenia na łańcie korporacyjny we współczesnych realiach. Liczba, a przede wszystkim waga, koniecznych modyfikacji i udoskonaleń powodują, że potrzeba

wykształcenia w naukach ekonomicznych teorii obejmującej i unifikującej wszystkie pokazane wyjątki, uzupełnienia i przedefiniowania uwzględniające współczesne realia staje się aż nadto wyraźna. Największe do niedawna zalety teorii agencji, a mianowicie podkreślanie pierwszeństwa praw akcjonariuszy nad pozostałymi interesariuszami, a także wypracowany język opisu i narzędzia badawcze do studiowania konfliktu interesów między akcjonariuszami a zarządami przedsiębiorstw stają się nieadekwatne do realiów współczesnych rynków akcji i zachodzących na nich procesów. Moim zdaniem największy potencjał badawczy w tym obszarze będą mieć twórcze zastosowania analizy interesariuszy (*stakeholder analysis*), strategii konkurencji i prężnie rozwijającej się teorii praw własności, których połączenie zaowocować powinno lepszym opisem relacji i interakcji między głównymi interesariuszami spółek giełdowych w obecnym stadium kapitalizmu.

### Bibliografia

- Allen F. [2001], *Do Financial Institutions Matter?*, „Journal of Finance”, No. 56 (4).
- Allen F., Santomero A. [1997], *The Theory of Financial Intermediation*, „Journal of Banking & Finance”, No. 21 (11/12).
- Anabtawi I., Stout L. [2008], *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, „Law & Economics Research Paper Series”, Research Paper No. 08-02, UCLA School of Law.
- Barclay M., Pearson N., Weisbach M. [1998], *Open end mutual funds and capital gains taxes*, „Journal of Financial Economics”, No. 49 (1).
- Becht M. [1997], *Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*, „European Corporate Governance Network Executive Report”, [http://ecgr.org/research/control\\_europe/documents/eu.pdf](http://ecgr.org/research/control_europe/documents/eu.pdf).
- Berle A., Means G. [1932/1991], *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, New Brunswick, NJ i Londyn.
- Black B. [1992], *Agents watching agents: The promise of institutional investor voice*, „UCLA Law Review”, No. 39.
- Brown C. [1998], *Rise of the Institutional Equity Funds: Implications for Managerialism*, „Journal of Economic Perspectives”, No. 32 (3).
- Bushee B. [2004], *Identifying and Attracting the “Right” Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors*, „Journal of Applied Corporate Finance”, No. 16 (4).
- Coffee J. [1997], *The folklore of investor capitalism*, „Michigan Law Review”, No. 95 (6).
- Copeland T., Koller T., Murrin J. [1995], *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, II wyd., John Wiley & Sons, Nowy Jork.
- Coyne K., Witter J. [2002], *Taking the Mystery out of Investor Behavior*, „Harvard Business Review”, No. 80 (9).
- Eisenhardt K. [1989], *Agency theory: An assessment and review*, „Academy of Management Review”, No. 14 (1).
- Fama E. [1980], *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy”, No. 88 (2).
- Fulman R. [1998], *Pension funds led corporate governance revolution*, „Pensions & Investments”, No. 26 (3).
- Hackethal A., Schmidt R. [2000], *Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results*, „University of Frankfurt, Working Paper Series in Finance and Accounting”, No. 33.
- Heaton J., Lucas D. [1999], *Stock prices and fundamentals*, „NBER/Macroeconomics Annual”, No. 14 (2).
- Henry J., Sanderson P., Barker R., Roberts J. [2006], *Owners or traders? Conceptualizations of institutional investors and their relationship with corporate managers*, „Human Relations”, No. 59 (8).
- Holmstrom B., Kaplan S. [2001], *Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s*, „Journal of Economic Perspectives”, No. 15 (2).
- Investment Company Institute [2008], [www.ici.org](http://www.ici.org).
- Jensen M., Meckling W. [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, No. 3 (4).
- Kaplan S., Stein J. [1993], *The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s*, „Quarterly Journal of Economics”, No. 108 (2).
- Karmel R. [2004], *Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders?*, „Brooklin Law School Public Law and Legal Theory Working Paper Series”, Research Paper No. 11.
- Kostant P. [1999], *Exit, voice and loyalty in the course of corporate governance and counsels changing role*, „Journal of Socio-Economics”, No. 28 (3).

- Mankiw G., Zeldes S. [1991], *The consumption of stockholders and nonstockholders*, „Journal of Financial Economics”, No. 29 (1).
- Mizruchi M. [1983], *Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations*, „Academy of Management Review”, No. 8 (3).
- Lazonick W., O’Sullivan M. [2000], *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*, „Economy and Society”, No. 29 (1).
- Pietrewicz L. [2008a], *Pułapki zarządzania wartością*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” nr 2.
- Pietrewicz L. [2008b], *Interes przedsiębiorstwa a interes akcjonariuszy spółki giełdowej*, „Przegląd Organizacji” nr 2.
- Porter M. [1992], *Capital disadvantage: America’s failing capital investment system*, „Harvard Business Review”, No. 70 (5).
- Ryan L., Schneider M. [2003], *Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories*, „Business and Society”, No. 42 (4).
- Schneider M. [2000], *When Financial Intermediaries are Corporate Owners: An Agency Model of Institutional Ownership*, „Journal of Management and Governance”, No. 4 (3).
- Shiller R. [2000], *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, New Jersey.
- Słownik Reutera [1992], *Międzynarodowe terminy ekonomiczne i finansowe*, BBKI — Powszechna Agencja Informacyjna, Warszawa.
- New York Stock Exchange Fact Book [2000], [www.nysedata.com/factbook](http://www.nysedata.com/factbook).
- Useem M. [1996a], *Investor capitalism: How money managers are changing the face of corporate America*, „Directorship”, No. 22 (5).
- Useem M. [1996b], *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*, BasicBooks, Nowy Jork.

## Institutional investors market development and its impact on agency relations in public companies

### Summary

The issue of relations between institutional investors and corporate managers has been largely ignored in the management and finance literature. This paper aims to partially fill this gap by investigating whether institutional and individual ownership differ from the point of view of corporate behavior.

The analysis shows that the increased importance of institutional investors further strengthens the separation of ownership and control in firms. Firstly, institutional investors’ interests may differ from interests of their customers, and this creates additional agency costs. Secondly, financial institutions’ investment decisions show that this group of investors is also subject to agency costs. Heterogeneity of institutional investors and the competitive nature of their relations create a discrepancy between their interests and corporate interests.

Paradoxically, it is corporate managers who can claim to be the zealous guardians of corporate interests. For this purpose they can carry out the so-called stock market strategies aimed at changing firm’s ownership structure. The purpose of these strategies can and should be to attract either investors oriented at shareholder value maximization, or those who are not strong enough to effectively counter such interest.

**Keywords:** institutional investors, ownership concentration, agency costs, stock market strategies