

Cele korporacji i jej akcjonariuszy

Nadestany: 30.11.13 | Zaakceptowany do druku: 19.02.14

Lesław Pietrewicz*

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja słabości idei utożsamiania interesu korporacji z interesem akcjonariuszy i rozważenie zasadności dokonania w niej modyfikacji. Analiza przeprowadzona została na gruncie wyników badań nad naturą własności i zachowaniem inwestorów giełdowych. Pokazano, że relacje między interesem korporacji i akcjonariuszy mogą przyjmować postać zarówno wspólnoty interesu (wzrost wartości fundamentalnej), jak i konfliktu interesów (gdy u akcjonariuszy dominuje cel odmienny). Interes korporacji można wyrazić w kategoriach znalezienia kompromisu między celami maksymalizacji wartości w długim okresie a presją inwestorów na zaspokajanie ich bieżących oczekiwań.

Słowa kluczowe: cele korporacji, strategie inwestycyjne, natura własności.

The objectives of the corporation and its shareholders

Submitted: 30.11.13 | Accepted: 19.02.14

The aim of this paper is to identify weaknesses of the idea of equating company's interests with shareholders' interests, and to weigh arguments for its modification. The analysis draws heavily on research findings on the nature of ownership and investor behavior. It is found that relations between company's interests and shareholders' interests can take the form of either unity of goals (in the form of increasing the value of the firm) or conflict of interests (when shareholders set and follow other goals). Firm's goal can be expressed in terms of building a compromise between maximizing the company's long-term value, and tackling investors' short-term expectations.

Keywords: objectives of the corporation, investment strategies, nature of ownership.

JEL: G34

* **Lesław Pietrewicz** – dr, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

1. Wprowadzenie

Temat nadrzędnego celu działalności korporacji od co najmniej kilku dekad jest przedmiotem dyskusji naukowców z obszarów zarządzania, ekonomii, prawa i finansów. Na najbardziej ogólnym poziomie panuje szeroka zgoda co do tego, że zasadniczą funkcją korporacji jest „produkcja i sprzedaż dóbr, zatrudnianie przy tym ludzi, a wszystko to w celu tworzenia bogactwa, wzrostu gospodarczego i zamożności społeczeństwa” (Mitchell, 2009, s. 4). Najbardziej fundamentalny spór dotyczy natomiast kwestii, w czym interesie korporacja ma działać tak, by ów dobrobyt społeczeństwa maksymalizować – czy koncentrować się na interesie właścicieli (akcjonariuszy), jako ponoszących największe ryzyko, czy też równoważyć interesy wszystkich stron zainteresowanych, czyli interesariuszy korporacji. Na osobnej płaszczyźnie toczą się dyskusje dotyczące miar sukcesu, które ukierunkowywałyby działania podejmowane w korporacjach. W konsekwencji dysputy dotyczą też celu czy celów, które osoby bądź organy odpowiedzialne miałyby bezpośrednio realizować i za wypełnianie których byłyby rozliczane (np. Drucker, 1954).

Próby odpowiedzi na te zasadniczej wagi pytania zaowocowały rozwojem niezwykle bogatej literatury ekonomicznej, menedżerskiej i prawniczej. Już w latach 30. XX wieku przewagę, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii, zyskali zwolennicy podporządkowania działalności korporacji interesom akcjonariuszy. I tak, Berle (1931, s. 1049) twierdził, że „wszelka władza dana przedsiębiorstwu, zarządowi przedsiębiorstwa, lub jakiegokolwiek grupie wewnątrz przedsiębiorstwa (...) jest koniecznie i zawsze sprawowana dla wyłącznej korzyści wszystkich akcjonariuszy”.

U źródeł utrzymującej się po dziś dzień dominującej pozycji owego stanowiska (prymatu inwestorów) leżą dwa argumenty. Po pierwsze, za teorią praw własności dowodzi się (np. Hansmann, 1988), że prymat akcjonariuszy jest w korporacjach społecznie uzasadniony, gdy to oni ponoszą największe ryzyko niepowodzenia spółki, jako że ich roszczenia zaspokajane są w ostatniej kolejności (są tzw. wierzycielami nadwyżki, ang. *residual claimants*) i dlatego to im należy się nadrzędne miejsce w strukturze celów korporacji. Po drugie, do orientacji na maksymalizację zamożności akcjonariuszy zmuszają menedżerów siły ekonomiczne. W literaturze menedżerskiej i finansowej (m.in. z obszaru zarządzania wartością – *value-based management*) wskazuje się, że siły konkurencji na rynkach produktów i usług wymuszają na firmach efektywność; dążenie do uzyskania jak najwyższej efektywności wiąże się z maksymalizacją wartości korporacji, ta zaś wiąże się z maksymalizacją zamożności akcjonariuszy; w końcu zaś maksymalizację owej zamożności (w postaci zwrotu na kapitale) wymuszają na menedżerach konkurencyjne rynki akcji (Joerg, Loderer, Roth i Waelchli, 2005). Do analogicznych wniosków dochodzą autorzy tworzący we wczesnej fazie rozwoju teorii praw własności – już Demsetz (1967) wskazywał, że prawa własności ewoluują w kierunku ekonomicznej efektywności, czyli efektywnego wykorzystania

zasobów. Dominująca pozycja korporacji we współczesnym biznesie wskazuje na ekonomiczną efektywność owej formy własności.

W stronę przeciwną do zarysowanego powyżej prymatu inwestorów idzie teoria interesariuszy (ang. *stakeholder theory*), zapoczątkowana przez Freeman (1984). Jej zwolennicy kontestują tezę, jakoby wyłączna koncentracja przedsiębiorstw na interesie akcjonariuszy najlepiej służyła dobru ogólnemu i postulują potrzebę bezpośredniego uwzględniania w przedsiębiorstwach innych interesów, np. ochrony środowiska. Teoria interesariuszy ma wielu krytyków, zwłaszcza wśród zwolenników teorii agencji. Zarzuca się jej m.in. brak realizmu, przyjęcie błędnego założenia, że właściciele korporacji są moralnie odpowiedzialni za interesariuszy (podczas gdy istotą kapitalizmu jest prowadzenie biznesu we własnym interesie), zaś postulowana legitymizacja roszczeń poszczególnych interesariuszy paradoksalnie może zwiększyć władzę i uznaniowość menedżerów (Postuła, 2013).

Kwestie podziału władzy w organizacjach, a więc także zdolności poszczególnych interesariuszy do wpływania na strukturę celów i ich realizację stanowią przedmiot zainteresowania ładu korporacyjnego. Jedną z najważniejszych perspektyw badawczych jest tu poszukiwanie rozwiązań najlepiej służących wzrostowi wartości przedsiębiorstw. Niniejsza praca wpisuje się w nurt badawczy ładu korporacyjnego, nie traktując jednak owej dominującej perspektywy bezkrytycznie. Spośród głównych teorii tego obszaru wiedzy (teoria agencji, teoria służebności, teoria hegemonii menedżerskiej, teoria zasobowa czy teorie instytucjonalne) jako podstawę do analizy przyjęto pierwszą z wymienionych ze względu na centralną rolę, jaką odgrywa w niej kwestia oddzielenia własności od kontroli nad spółką, uwypuklona już w klasycznym dziele Berle i Meansa (1932/1991), i na uwagę poświęconą funkcjonowaniu rynków akcji. Teoria agencji koncentruje się na konsekwencjach owego oddzielenia, w postaci możliwych odstępstw celów realizowanych przez menedżerów od interesu akcjonariuszy, kosztach z tym związanych i zapobieganiu im. Teoria ta stanowi więc naturalny punkt odniesienia dla podejścia przyjętego w niniejszym opracowaniu, również koncentrującego uwagę na kwestii oderwania własności od kontroli w spółkach kapitałowych, jednakże odrzucającego przyjętą w teorii agencji interpretację odchylenia celów realizowanych przez zarządy od celów akcjonariuszy jako błędu (źródła nieefektywności). Zamiast tego autor poszukuje dla owych odchylenia wyjaśnień racjonalnych z punktu widzenia dbałości o ciągłość funkcjonowania korporacji.

Przyjęcie owej perspektywy oznacza otwarcie możliwości, że w istniejącym otoczeniu instytucjonalnym i konkurencyjnym w najlepszym interesie korporacji może leżeć działanie inne (dokładniej mówiąc: szersze) niż przyjmowana powszechnie (w zgodzie z obowiązującą doktryną biznesową) wyłączna koncentracja na maksymalizacji zamożności akcjonariuszy w długim okresie. Tak więc, ewentualne odejście od bezwzględnego i wyłącznego trzymania się owej orientacji nie byłoby z definicji błędem wymagającym

korekty z punktu widzenia dobra samej korporacji, lecz mogłoby być działaniem racjonalnym, uzasadnionym właśnie owym dobrem.

U podstaw sformułowania takiej tezy leżą postępy dokonane w obszarze teorii praw własności (np. Alchian i Demsetz, 1973; Demsetz, 1967; Hansmann, 1988; w polskiej literaturze dobry wstęp do tej teorii można znaleźć np. w: Jeżak, 2010; Postuła, 2013), teorii agencji, a także w literaturze dotyczącej funkcjonowania rynków finansowych. Na szczególną uwagę zasługuje tutaj dokonanie rozróżnienia własności kapitału spółki od własności spółki, czy też własności aktywów spółki od własności akcji (np. Demsetz, 1967; Jeżak, 2010), a także postępujące zrozumienie konsekwencji silnego rozwoju instytucjonalnych form inwestowania na giełdzie, w tym m.in. problemu tzw. odwrotnych kosztów agencji (np. Pietrewicz, 2010).

Należy zaznaczyć, że obszar badawczy opracowania ogranicza się do sfery spółek publicznych (czyli notowanych na giełdzie). Podejście takie oparte jest na dwóch przesłankach. Po pierwsze, w spółkach niepublicznych sprawa określenia celów organizacji w relacji do celów właścicieli jest zdecydowanie prostsza, w związku z czym, pomimo wyraźnej dominacji ilościowej tej formy własności w gospodarce, oparcie analizy na obserwacji takich spółek dałoby dalece niepełny i wręcz nieprawidłowy obraz sytuacji. Jak zostanie pokazane, takie spółki stanowią szczególnie, uproszczony przypadek, pozbawiony złożoności wynikającej z obecności spółki na giełdzie. Po drugie, to właśnie w sferze relacji spółki z rynkiem giełdowym i jego aktorami zachodzą procesy kluczowe dla kształtowania się celów korporacji charakterystycznych dla rozwiniętego kapitalizmu. To właśnie na styku tego rynku i procesów zachodzących wewnątrz organizacji, czyli na styku zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, decyduje się kwestia realizowanych celów. Dlatego też, przyjmując perspektywę poszukiwania owych celów działalności, rynek giełdowy musi znajdować się w centrum uwagi, przyćmiewając procesy zachodzące na pozostałych rynkach, na jakich funkcjonuje spółka, szczególnie na rynkach produktów i pracy. Tak więc, mimo że zdecydowana mniejszość istniejących spółek jest notowana na giełdzie, to właśnie w odniesieniu do spółek publicznych procesy formułowania się celów znajdują swój pełen wymiar.

Niniejsze opracowanie stanowić ma wkład autora w ocenę kondycji orientacji przedsiębiorstw na maksymalizację zamożności akcjonariuszy w dzisiejszych realiach instytucjonalnych i konkurencyjnych – na obecnym etapie rozwoju rynków finansowych i obserwowanych zachowań inwestorów i notowanych na giełdzie spółek. Autor stawia sobie za cel poszerzenie istniejącego zasobu wiedzy o uwzględnienie realistycznego ujęcia relacji panujących na współczesnych giełdach, zwłaszcza na linii inwestorzy giełdowi–zarządy spółek. Główna hipoteza pracy mówi, że trwałości funkcjonowania spółek notowanych na rynkach akcji służy realizacja własnych celów (interesów), które niekoniecznie muszą być tożsame z celami (interesami) ich akcjonariuszy. Opracowanie to ma charakter silnie interdyscyplinarny,

co służyć ma lepszemu zrozumieniu procesów zachodzących w spółkach notowanych na giełdzie, szczególnie obejmujących relacje i zależności między spółkami a ich akcjonariuszami. Jest ono elementem szerszej zakrojonych badań dotyczących zarządzania spółką na rynku kapitałowym.

2. Cele spółek nienotowanych na giełdzie

W największym uproszczeniu: relacje między celami spółki a celami jej właściciela czy właścicieli zależą przede wszystkim od posiadania bądź nie statusu giełdowego, co wiązać należy z naturą własności na giełdzie – kwestią rozdzielania własności aktywów od własności akcji (Jeżak, 2010), kwestią płynnej własności akcji i konkurencyjnych relacji między akcjonariuszami.

Uproszczoną analizę praw własności warto zacząć od sytuacji najprostszej – przedsiębiorstwa należącego do pojedynczego właściciela. Osoba, która prowadzi działalność na własny rachunek, z konieczności wchodzi w relacje biznesowe z liczną grupą osób czy jednostek, które stają się jej klientami czy kredytodawcami. Jak pisał już Dodd (1932, s. 1145): „[w] systemie prawnym opartym na własności prywatnej i swobodzie kontraktów, nie ma on obowiązku prowadzenia swojego biznesu w żadnym stopniu dla korzyści owych osób; prowadzi go wyłącznie dla własnej, prywatnej korzyści, zaś w stosunku do swoich partnerów ma jedynie obowiązek realizacji zawieranych umów”.

Autor ten wskazuje, że wynajęcie przez właściciela menedżera, czyli agenta, niewiele zmienia. Firma nadal działa w wyłącznym interesie właściciela, natomiast agent jest mu winny coś więcej niż wypełnianie kontraktu – jest powiernikiem, który powinien lojalnie służyć interesowi właściciela. Pojawienie się w firmie kilku właścicieli (powołanie spółki) nie zmienia rodzaju relacji, dochodzi jedynie element konieczności negocjacji wspólnego celu przez współników.

Dodd pokazuje, że sytuacja pozostaje zbliżona także po przekształceniu przedsiębiorstwa w spółkę akcyjną, co wiąże się z powołaniem rady dyrektorów (w polskim prawodawstwie określanej mianem rady nadzorczej) i przekształceniem właścicieli w akcjonariuszy. Klienci i kredytodawcy zawierają kontrakty nominalnie ze spółką, jednak faktycznie z akcjonariuszami, których odpowiedzialność jest jednak w tej formie prawnej ograniczona do włożonych aktywów. Rady dyrektorów mają obowiązek powierniczy działania w wyłącznym interesie akcjonariuszy, pomimo utraty przez tych ostatnich części faktycznej kontroli nad spółką. Wyłączną funkcją spółki pozostaje więc przynoszenie korzyści akcjonariuszom.

W miarę wzrostu spółki i pogłębiania się asymetrii informacyjnej i kompetencyjnej między zarządami, radami nadzorczymi i akcjonariuszami, postępuje – szczegółowo opisane w literaturze – zjawisko oderwania własności od kontroli. Pełen wymiar znajduje ono w modelowej sytuacji spółki giełdowej z rozproszonym akcjonariatem.

3. Cele spółki giełdowej

Problem oderwania własności od kontroli powstaje za każdym razem, gdy inwestor chce, by w spółce podejmowane były inne decyzje, niż życzy sobie tego kierujący daną organizacją zarząd (Becht, Bolton i Röell, 2005). W literaturze ładu korporacyjnego modelową sytuację stanowi rozproszony akcjonariat bez dominującego właściciela. Owo rozproszenie akcjonariatu w spółkach giełdowych pogłębia wspomniany problem, stwarzając możliwość powstawania konfliktu interesów między poszczególnymi interesariuszami firmy i problemu podejmowania wspólnych działań przez inwestorów (Becht, Bolton i Röell, 2005). Podobnie w przypadku istnienia większościowego akcjonariusza literatura koncentruje się na konflikcie interesów między nim a akcjonariuszami mniejszościowymi. Warto tu dodać obserwację Anabtawiego i Stouta (2008), że ekonomiczne interesy jednych inwestorów w coraz większym stopniu stają w konflikcie z interesami innych inwestorów. W takich warunkach aktywni akcjonariusze mogą wykorzystywać swoją rosnącą siłę nie do wpływania na poprawę funkcjonowania i wyników korporacji (dla dobra wszystkich akcjonariuszy), ale do poprawy swojej pozycji kosztem innych akcjonariuszy.

Proponowanym w literaturze rozwiązaniem konfliktu między interesami różnych inwestorów jest przyjęcie w spółkach celu, który łączyć ma w sobie i tym samym godzić interesy wszystkich inwestorów, a którym jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, będąca miarą przyrostu zamożności inwestorów w czasie. Maksymalizacja owej wartości, będąca centralnym postulatem niezwykle popularnej dziś koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (ang. *value based management*, VBM), harmonizować ma interesy wszystkich bieżących i przyszłych akcjonariuszy, jako że dzisiejsze działania korporacji zorientowane na poprawę zamożności jutrzejszych akcjonariuszy znajdują przełożenie na wartość dla akcjonariuszy już w bieżącym okresie.

Należy podkreślić, że zgodnie z dominującym w literaturze finansowej podejściem, oddzielenie zarządzania od własności spółek notowanych na rynkach akcji eliminuje potrzebę posiadania przez menedżerów wiedzy na temat akcjonariuszy, gdyż menedżerowie ci mogą i powinni zarządzać organizacją niezależnie od kompetencji, gustów i preferencji poszczególnych inwestorów (Coyne i Witter, 2002; Cready, 2001). Mamy tu więc sytuację jakościowo odmienną od sytuacji spółki niepublicznej, gdzie zasadniczym problemem przy formułowaniu celów było wypracowanie kompromisu między interesami poszczególnych właścicieli czy koordynacja ich oczekiwań wobec firmy. W spółkach giełdowych przyjmuje się, że interesy wszystkich akcjonariuszy równoważą orientacja na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa. W takich warunkach za centralny problem uważa się więc możliwe oderwanie cen akcji od ich wartości fundamentalnej, stanowiące w istocie okresowe rozdzielanie faktycznego interesu akcjonariuszy od „interesu

teoretycznego”. Zwolennicy VBM wskazują, że jakkolwiek owe oderwanie oznacza pogorszenie korelacji teoretycznej wartości tworzonej w przedsiębiorstwie z faktyczną zamożnością inwestorów, w długim okresie cena ta podąża w ślad za ową wartością, a więc odzwierciedla interesy ogółu akcjonariatu. Dlatego też zarządy spółek powinny koncentrować uwagę na tworzeniu wartości fundamentalnej spółek, co najlepiej służyć ma długofalowym interesom ogółu właścicieli (np. Copeland, Koller i Murrin, 1995; Hansmann i Kraakman, 2001).

Prostota i klarowność powyższego wywodu zapewniły koncepcji VBM ogromny, ogólnoswiatowy sukces. Obecnie wyznacza ona kanon myślenia o celach spółek notowanych na giełdzie, a tym samym o stosunku zarządów spółek do akcjonariuszy. Zarządy spółek powinny koncentrować się na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy i ignorować pojawiające się odchylenia cen akcji od fundamentów (czyli de facto zachowania poszczególnych inwestorów lub ich grup), na które – zgodnie z tą teorią – i tak nie mają wpływu.

4. Interes akcjonariuszy spółki giełdowej

Jak wskazuje Belloc (2010), we współczesnej literaturze nauk ekonomicznych dominuje podejście, zgodnie z którym utożsamia się interes akcjonariuszy i korporacji. Dokonuje się to poprzez założenie, że akcjonariusze (w tym mniejszościowi) motywowani są dobrem wspólnym, polegającym na poprawie wyników spółki – interes spółki wyrażony jako maksymalizacja wartości jest, jeśli nie tożsamy, to ściśle powiązany z interesem każdego akcjonariusza (Hansmann i Kraakman, 2001).

Jednakże założenie, że akcjonariusze dzielą jeden, wspólny cel ekonomiczny dalece nie odzwierciedla rzeczywistości. Po pierwsze, inwestorzy konkurują między sobą o jak najwyższą stopę zwrotu i stosują w tym celu różne strategie konkurencyjne, wcale niekoniecznie (jak pokazują badania np. Bushee, 2004; Coyne i Witter, 2002) kierując się przy podejmowaniu decyzji odchyleniami od wartości teoretycznej. Po drugie, inwestorzy w swoich interakcjach ze spółkami giełdowymi wcale niekoniecznie łączą swój interes z interesem spółek. Jedną ze zmiennych decydujących o stopniu zbieżności interesów jest udział danego akcjonariusza w kapitale spółki: im jest on większy, tym większa wspólnota interesów. Drugą kluczową zmienną jest tu horyzont inwestycyjny – im dłuższy, tym większa zbieżność, trzecią zaś „rynkowość” inwestora, tj. to, czy sam operuje na rynku i konkuruje o uzyskanie jak najwyższej stopy zwrotu – im większa presja konkurencyjna i nacisk na krótkookresowe wyniki inwestycyjne, tym mniejsza owa zbieżność. Jednocześnie wraz ze spadkiem zaangażowania w kapitale danej firmy i jej znaczenia dla zamożności danego inwestora, skróceniem horyzontu inwestycyjnego i wzrostem presji na krótkookresowe wyniki inwestycyjne gracza rośnie znaczenie bieżących cen akcji względem wartości fundamentalnej.

Powyższe obserwacje niosą za sobą bardzo poważne konsekwencje, wśród których najbardziej podstawową jest konieczność rozróżnienia interesu inwestora modelowego (zainteresowanego maksymalizacją wartości fundamentalnej spółki w długim okresie) i rzeczywistych interesów inwestorów. Konieczność odrzucenia wspomnianego założenia oznaczać więc musi redefinicję relacji spółka–akcjonariusze.

Jeżeli dla pewnych inwestorów lub ich grup maksymalizacja teoretycznej wartości przez spółki schodzi na dalszy plan, ustępując miejsca w hierarchii celów innym oczekiwaniom (w praktyce są to głównie określone cele krótkookresowe, np. przekroczenie przez spółkę prognoz kwartalnych wyników finansowych), których realizacja przez zarząd odbywałaby się kosztem maksymalizacji długookresowej wartości, oznacza to, że dobro spółki nie musi pokrywać się z interesem owych inwestorów.

Bodaj najbardziej wyrazistego przykładu takiej sytuacji dostarcza wymuszanie przez inwestorów nadmiernie wysokich dywidend, negatywnie rzutuujących na możliwości rozwojowe spółek, co de facto jest działaniem 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, 2008). Anabtawi i Stout (2008) zwracają uwagę, że poszczególni akcjonariusze często znajdują się w konflikcie interesów z innymi akcjonariuszami, wynikającym z innych związków z daną firmą, inwestycji w derywaty czy papiery innych spółek, a także zaangażowania w inne formy finansowania spółki, np. obligacje. Konsekwencją takiej sytuacji (np. posiadania opcji zabezpieczających przez jednych akcjonariuszy, ale nie przez innych) jest oportunistyczny w relacjach między akcjonariuszami i wyciąganie korzyści prywatnych.

Warto zaznaczyć, że niekorzystny wpływ na funkcjonowanie i wyniki korporacji w długim okresie mogą wywierać zarówno akcjonariusze większościowi, jak i mniejszościowi. Analiza Thomsena, Pedersena i Kvista (2006) wykazała, że większościowi inwestorzy strategiczni mogą mieć inne cele niż maksymalizacja zwrotu na kapitale, czego efektem jest ujemna korelacja między ich własnością a wzrostem kursu akcji, a także zyskami księgowymi. Cele takich akcjonariuszy mogą mieć charakter niefinansowy, zwłaszcza gdy sami nie podlegają presji rynków finansowych.

Możliwość posiadania celów pozafinansowych dotyczy także inwestorów mniejszościowych. Na przykład Ryan i Schneider (2003) ostrzegają, że niektóre typy akcjonariuszy instytucjonalnych, zwłaszcza fundusze emerytalne sektora publicznego i społecznie odpowiedzialne fundusze wzajemne (inwe-

stycyjne), uwzględniają zarówno cele finansowe, jak i społeczne. Bardzo ciekawego przykładu dostarczają badania empiryczne Belloca (2010), które wskazują, że mali, zdywersyfikowani inwestorzy mogą podejmować działania oportunistyczne kosztem dużych, niezdywersyfikowanych akcjonariuszy po dokonaniu przez firmę wydatków inwestycyjnych przypisanych danej spółce (tj. takich, przy których w razie ewentualnego niepowodzenia inwestorzy odzyskać mogą jedynie część poniesionych nakładów), co dotyczy zwłaszcza nakładów na innowacje. Jeżeli grupa akcjonariuszy mogłaby przekonująco zagrozić zablokowaniem podjętego przedsięwzięcia w celu wyciągnięcia korzyści kosztem pozostałych akcjonariuszy, owi akcjonariusze, przewidując to ryzyko, mogą powstrzymać się od uruchomienia projektu ze szkodą dla firmy. Przykład ten jest o tyle ciekawy, że wskazuje, że aby wywierać negatywny wpływ na funkcjonowanie spółki, akcjonariusz (lub grupa akcjonariuszy) wcale nie musi posiadać pozycji dominującej, wystarczy, że będzie posiadać pewien realny wpływ na funkcjonowanie spółki.

5. Natura własności na giełdzie

Dlaczego jednak inwestorzy mogą naciskać i starać się wymuszać na zarządach spółek podejmowanie działań szkodliwych z punktu widzenia długoterminowej maksymalizacji wartości? Związane jest to bezpośrednio z naturą własności na giełdzie. Zakładając model rozproszonego akcjonariatu na giełdzie i skoncentrowanej własności w spółkach niepublicznych, zasadnicza różnica między spółkami niepublicznymi a publicznymi polega na tym, że z punktu widzenia celów spółki w tych pierwszych właściciele są zwykle długoterminowo związani ze spółką, zaś u drugich własność jest płynna. Obowiązujący w literaturze sposób myślenia narzuca nam postrzeganie ich jako ponoszących ryzyko biznesowe i upoważnionych do odnoszenia korzyści z tego tytułu niezależnie od tego, czy w grę wchodzi spółki niepubliczne czy publiczne. Podejście takie jednak ignoruje zasadniczą odmienną stosunku czy relacji między poszczególnymi właścicielami, a także między poszczególnymi akcjonariuszami a samą organizacją w sytuacji płynnej i niepłynnej własności.

W przypadku płynnej własności, czyli na giełdzie, wspólnota interesów współwłaścicieli ustępuje miejsca rywalizacji między nimi – ze względu na nieprzewidywalność rozwoju sytuacji na rynku giełdowym i brak wpływu pojedynczego inwestora na rozwój wydarzeń na tym rynku inwestorzy, zwłaszcza instytucjonalni, dominujący na współczesnych rynkach akcji, formułują swoje cele nie w kategoriach bezwzględnych (bezwzględnej stopy zwrotu), ale względnych, gdzie punktem odniesienia (benchmarkiem) jest najczęściej wybrany indeks giełdowy i gra konkurencyjna między inwestorami instytucjonalnymi toczy się o pobicie rynku (indeksu lub przyjętego odsetka konkurencyjnych instytucji/funduszy).

Kwestia roli i zadań inwestorów w spółce została dostrzeżona w literaturze z zakresu teorii agencji i rynków finansowych. W ramach teorii

agencji, czerpiącej z teorii przedsiębiorstwa jako wiązki kontraktów¹ (Alchian i Demsetz, 1972), inwestorzy przedstawiani są jako aktorzy ekonomiczni, którzy zawierają kontrakty z menedżerami na dostawę specyficznego czynnika produkcji, jakim jest kapitał ryzyka (Fama, 1980). 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, 1991/1932).

W literaturze finansowej, badającej faktyczne zachowania inwestorów giełdowych, inwestorzy ci traktowani są jako gracze rynkowi, których jedynym celem jest maksymalizacja uzyskiwanego zwrotu na kapitale (przy zachowaniu przyjętego profilu ryzyka) drogą kupna i sprzedaży akcji. Fakt, że handlują akurat akcjami, a nie obligacjami, surowcami przemysłowymi, opcjami czy innymi derywatami, jest przypadkowy i w związku z tym własność akcji ma dla nich niewielkie, jeśli jakiegokolwiek, znaczenie (Henry, Sanderson, Barker i Roberts, 2006). Obserwacja ta jest bardzo istotna z punktu widzenia teorii, gdyż pokazuje dalsze – poza wskazywane w teorii praw własności rozdzielenie własności aktywów od własności akcji – oderwanie między właścicielami a przedmiotem własności. W literaturze finansowej zwraca się uwagę, że przedmiotem obrotu na rynkach finansowych jest ryzyko, zaś akcje, podobnie jak inne instrumenty finansowe, są jedynie jego nośnikami. W kontekście niniejszego opracowania jest to ważne dlatego, że nie sposób mówić o „odpowiedzialnej własności” ryzyka.

W związku z powyższym nie mogą dziwić wyniki badań empirycznych Henry’ego i współpracowników, pokazujące, że inwestorzy instytucjonalni są mało zainteresowani kwestiami zarządzania spółkami i relacjami z zarządami. Menedżerowie spółek są dostrzegani jedynie ze względu na to, że ich działania wpływają na kursy akcji. Działania te pełnią funkcję zewnętrznych zmiennych, nad którymi gracze rynkowi nie mają kontroli, i nawet kiedy inwestor posiada znaczące długoterminowe udziały w spółce, interpretowane jest to jako rezultat takiej, a nie innej strategii inwestycyjnej, opartej na przyjętych założeniach odnośnie właściwości informacyjnych rynku, wyceny konkretnych akcji i relacji między wyceną a ceną rynkową akcji (Henry i in., 2006). Skoro więc inwestorzy giełdowi są akcjonariuszami tylko „przy okazji” – z tego tytułu, że akurat handlują akcjami, a nie opcjami akcyjnymi czy walutowymi itp. – interesy związane z posiadaniem akcji (pozycją właścicielską) i relacjami agencji mogą być podporządkowane interesom wynikającym z handlu akcjami (a dokładniej, jak wspomniano, ryzykiem).

Badania Henry’ego i współpracowników (2006) pokazały, że inwestorzy instytucjonalni postrzegającą swoją rolę jako handlarzy akcjami, konkurującymi ze sobą o pieniądze klientów. Ich zadanie to zarządzanie pieniędzmi klientów – co przywołuje na myśl teorię interesariuszy, choć dokładniej mówiąc, jest to typowy przykład hybrydy – teorii interesariuszy–agencji (np. Hill i Jones, 1992; Pietrewicz, 2010) – zaś w celu realizacji dokonują inwestycji, opisywanych jako zakłady. Niektórzy badani porównywali swój

zawód do gry w kasynie, a samych siebie postrzegali jako graczy. Nadrzędnym celem takiej gry jest pokonanie konkurencji (czyli innych inwestorów instytucjonalnych) i zwiększenie puli zarządzanych środków. Dla większości badanych wyniki spółek i ich zarządów były częścią owej gry, nie zaś celem samym w sobie. Kluczową kwestią było dla nich pobicie rynku dzięki market timingowi – kupnie i sprzedaży akcji tak, by wyprzedzić działania innych inwestorów.

Znamienna jest w tym kontekście obserwacja, że spotkania, jakie inwestorzy ci odbywają z menedżerami spółek, nie mają nic wspólnego z monitorowaniem zarządów, jak sugerowałaby to teoria agencji. Celem spotkań jest pozyskiwanie informacji pomagających w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W tym kontekście informacja, że spółka jest źle zarządzana, jest równie dobra jak ta, że jest dobrze zarządzana.

Henry i współpracownicy zwracają tutaj uwagę, że jednym z zasadniczych powodów, dla których zarządzający aktywami odżegnują się od postrzegania siebie jako właścicieli, jest posiadanie licznych „mandatów”, czyli zarządzanie kapitałami różnych podmiotów (o często odmiennych perspektywach, a więc też interesach) i konieczność posiadania zrównoważonych portfeli akcji. Podobnych obserwacji dokonuje Belloc (2010), wskazując, że akcjonariusze mniejszościowi, tacy jak fundusze hedgingowe czy wzajemne (inwestycyjne), często utrzymują kapitały w szerokim spektrum aktywów i są mniej skłonni do troski o długookresowy interes danego przedsiębiorstwa niż akcjonariusze dominujący, nieproporcjonalnie silnie zaangażowani w owym przedsiębiorstwie.

Rozbieżność interesów inwestorów i spółek giełdowych jest szczególnie widoczna w obszarze strategii korporacji. Przyjmując perspektywę inwestora instytucjonalnego, przekazywanie zarządowi spółek porad czy informacji, nawet gdyby pomagało im, narażałoby na szwank przewagę konkurencyjną owych inwestorów. Badania Henry’ego i współpracowników pokazały, że zarządzający aktywami są w pełni świadomi, że wiedza na temat tego, co jest źle ze spółką, może być sposobem na zdobycie przewagi konkurencyjnej nad innymi zarządzającymi. Większość zarządzających aktywami łączy więc swój stosunek do angażowania się w sprawy spółek ze względną wielkością ich pozycji w danej spółce względem konkurencji – gdy jest duża, owe zaangażowanie może się opłacać. Podobnie wygląda sprawa wpływania na zarządy, by podjęły zidentyfikowane przez instytucję działania, które powinny wspomóc kurs notowań. Jak słusznie zauważają ci autorzy, inwestorzy instytucjonalni nie mają nic do zyskania przez angażowanie się w funkcjonowanie spółek, w których mają neutralne udziały (zgodne z ich wagą w indeksie) lub są niedoważeni – w tym drugim przypadku pomoc spółkom byłaby wręcz działaniem na własną szkodę.

Z przytoczonych wyników badań wyłania się obraz inwestorów giełdowych zdecydowanie odmienny od przedstawianej w głównym nurcie literatury ładu korporacyjnego wizji inwestorów giełdowych jako oddanych idei mak-

symalizacji wartości spółki w długim okresie („pryncypałów” w terminologii teorii agencji). Obserwacja ta ma fundamentalne znaczenie, gdyż – jak odnotowują Hansmann i Kraakman (2001) – cała konstrukcja dominującego modelu ładu korporacyjnego, polegającego na podporządkowaniu działalności korporacji interesom akcjonariuszy, oparta jest na przesłance mówiącej, że celem inwestorów jest maksymalizacja wartości spółek w długim okresie. Badania Henry’ego i współpracowników pokazały, że inwestorzy giełdowi kierują się interesem własnym, który tylko w pewnych, określonych okolicznościach pokrywa się z interesem korporacji rozumianym jako maksymalizacja wartości.

6. Spółka bez właścicieli

W świetle przytoczonych badań zwraca uwagę analiza Chamberlaina i Gordona (1991), którzy dokonali rozróżnienia właścicieli na „posiadaczy” (*proprietors*), których zaangażowanie w firmę obejmuje oprócz zaangażowania finansowego także kapitał ludzki i pracę na rzecz firmy, i inwestorów, którzy nie pełnią aktywnej roli w firmie i których wkład ogranicza się do dostarczenia kapitału finansowego. Jeśli więc spółka giełdowa nie posiada inwestora strategicznego, związanego z nią na dobre i na złe („posiadacza” w terminologii Chamberlaina i Gordona), skazana jest na inwestorów „zewnętrznych” w stosunku do samej firmy – słabo zaangażowanych w jej los w rozumieniu angażowania własnego kapitału ludzkiego. To właśnie perspektywę takich zewnętrznych inwestorów opisywali w swoich badaniach empirycznych Henry i współpracownicy (2006).

Powyższe obserwacje prowadzą z powrotem do poruszanej już kwestii rozdzielenia własności aktywów i akcji. W tym nurcie Fama (1980) wskazywał na „brak istotności koncepcji własności firmy” (s. 290), odrzucając założenie, że korporacja „ma właścicieli w jakimkolwiek znaczącym sensie” (s. 288). Punktem wyjścia jest tu wspomniana już wcześniej teoria firmy jako wiązki kontraktów: korporacja postrzegana jest jako zbiór kontraktów między czynnikami produkcji, z których każdy motywowany jest przez własny interes. W rezultacie korporacja stanowi zespół, którego członkowie działają we własnym interesie, ale zdają sobie sprawę z tego, że ich los zależy w pewnym stopniu od przeżycia całego zespołu w konkurencji z innymi zespołami. W ujęciu tym rolę przedsiębiorcy rozkłada się na dwa „naturalnie rozdzielne czynniki” w ramach firmy – zarządzanie i ponoszenie ryzyka. W małych organizacjach funkcje te mogą być pełnione przez jedną osobę (Chamberlain i Gordon nazwaliby ją posiadaczem), w korporacjach są wyraźnie rozdzielone. Inwestorzy giełdowi pełnią więc wyłącznie funkcję dostarczcycieli kapitału ryzyka.

Fama (1980) zwraca uwagę, że każdy czynnik składający się na firmę ma swojego właściciela, zaś rolą zarządzania jest koordynowanie działań wszystkich czynników produkcji (członków zespołu, jakim jest firma) i reali-

zacja kontraktów między nimi². Korporacja jest jedynie zbiorem kontraktów regulujących sposób, w jaki poszczególne nakłady są łączone w celu wytworzenia efektów, a także podziału owych efektów między posiadaczy nakładów. Zdaniem Famy w takim ujęciu firmy jako wiązki kontraktów pojęcie własności organizacji jest koncepcją bez znaczenia. Akcjonariusze są właścicielami kapitału wykorzystywanego w przedsiębiorstwie, czego jednak nie można mylić z własnością samej korporacji.

Warto odnotować, że powyższy wywód i wnioski, jakże dalekie od dominującej w naukach ekonomicznych teorii agencji, stanowią chleb powszedni w naukach prawnych. W naukach tych jasno wskazuje się, że akcjonariusze mają interes wynikający z własności w stosunku do akcji przedsiębiorstwa, nie zaś do jego aktywów (np. Karmel, 2004; Keay, 2007). Nie mają oni też do owych aktywów dostępu ani prawa do dysponowania nimi (Karmel, 2004; Keay, 2007). Tym samym, rozróżnienie zaproponowane przez Chamberlaina i Gordona (1991) traci na znaczeniu. Odrzucenie głęboko zakorzonego poglądu, że spółka jest własnością posiadaczy akcji, jest niezwykle istotne z tego względu, że stanowi ważny krok do zrozumienia, że kontrola nad kluczowymi decyzjami podejmowanymi w spółce niekoniecznie jest naturalną domeną posiadaczy akcji.

Skoro interes akcjonariuszy dotyczy posiadanych przez nich akcji, a nie aktywów spółki, a co więcej, nie mają oni dostępu do aktywów spółki ani faktycznej kontroli nad nimi, Karmel określanie inwestorów giełdowych „właścicielami spółki” nazywa „prawną fikcją” (Karmel, 2004, s. 24). Rozróżnienie istoty kontroli nad aktywami rzeczowymi firmy i kapitałem finansowym, ograniczające sferę interesów inwestorów do samych akcji, jest kolejnym ważnym etapem na drodze do rozróżnienia celów korporacji i jej akcjonariuszy.

Ostatnim krokiem jest uwzględnienie twierdzenia zaliczanego do fundamentów prawa, zgodnie z którym własność pociąga za sobą odpowiedzialność za przedmiot własności. Należy więc postawić pytanie, czy własność akcji niesie ze sobą obowiązki i odpowiedzialność, a jeśli tak, to względem kogo. Henry i współpracownicy, nie rozróżniając własności akcji i aktywów, piszą, że „zakres w jakim własność [spółki] niesie ze sobą obok praw także obowiązki pozostaje otwarta, jednak generalnie przyjmuje się, że podobnie jak ma się sprawa z własnością wszystkiego, w czym inne strony mają udział lub interes, istnieje pewien obowiązek dbałości” (Henry i in., 2006, s. 1104). Autorzy ci sugerują tu więc potrzebę odpowiedzialności czy współodpowiedzialności inwestorów za losy spółki, w której mają udziały. Jednocześnie jednak, jak ci autorzy wykazali w swoich badaniach, sami inwestorzy do takiej odpowiedzialności się nie poczuwają. Podobnie Demsetz i Lehn (1985) u akcjonariuszy odnotowali „zaniedbywanie pewnych obowiązków wynikających z bycia właścicielem [spółki]”. Niektórzy autorzy (np. Bratton i Wachter, 2010) wręcz obarczają presję inwestorów giełdowych winą za wywołanie ostatniego globalnego kryzysu i upadek wielu potężnych niegdyś

przedsiębiorstw. Nie sposób więc jednoznacznie mówić o odpowiedzialnej własności inwestorów giełdowych.

Dokonanie rozróżnienia własności przedsiębiorstwa i akcji pozwala zrozumieć, dlaczego inwestorzy czują się odpowiedzialni za los swoich inwestycji (stan portfeli), ale już niekoniecznie za los spółek portfelowych. Szczególnie dotyczy to inwestorów instytucjonalnych, u których pierwszeństwo powinny mieć (i, jak pokazują badania, faktycznie mają) obowiązki powiernicze w stosunku do klientów powierzających im w zarządzanie swoje środki. Inwestorzy ci mają wręcz obowiązek przedkładać interes klientów nad interes spółek portfelowych. Biorąc pod uwagę ogromny wzrost znaczenia instytucjonalnych form inwestowania, jaki dokonał się na rynkach akcji w ostatnich dwóch dekadach, natężenia konkurencji między nimi, a także aktywizmu, gdzie inwestorzy ci kierują się często własnym, wąsko pojętym interesem (Pietrewicz, 2010), nie można zakładać lojalności inwestorów wobec spółki i pełnienia przez nich roli odpowiedzialnych właścicieli, co oznaczałoby wspólnotę celów. Wzrost siły politycznej inwestorów instytucjonalnych (Useem, 1996) oznacza z kolei, że ani zarządy spółek giełdowych, ani rady nadzorcze nie powinny pozostawać wobec tych zmian obojętne.

7. Wnioski

Z przedstawionej analizy wypływa wniosek, że inwestorzy giełdowi nie powinni być automatycznie traktowani jako odpowiedzialni właściciele korporacji. Płynność własności i poczucie odpowiedzialności w pierwszej kolejności za stan portfela nie pozwalają na utożsamianie interesów spółek i ich akcjonariuszy. Można tu raczej mówić o kontinuum zbieżności owych interesów (od pełnej zbieżności na jednym ekstremum do pełnej niezależności na drugim), na którym można umiejscowić każdą konkretną relację w konkretnych warunkach. Stopień zbieżności celów zależeć będzie od szeregu czynników, takich jak horyzont inwestycyjny akcjonariusza, podstawy decyzyjne, skala jego zaangażowania w kapitale spółki czy stopień dywersyfikacji aktywów w rękach konkretnego inwestora.

W interesie spółek leżałoby posiadanie odpowiedzialnych właścicieli, zaangażowanych w rozwój przedsiębiorstwa i gotowych wspierać je w trudnych chwilach, niezależnie od sytuacji na rynkach kapitałowych. W realiach rynkowych często mamy do czynienia raczej z odwrotną sytuacją – dyktatu inwestorów, niejednokrotnie wywierających na zarządach i radach nadzorczych presję na wyniki krótkookresowe³ i kierujących się własnym, bieżącym interesem, niejednokrotnie kosztem innych akcjonariuszy, a także samej spółki (np. Erkens, Hung i Matos, 2010). Odpowiedzialnych właścicieli zastępują na giełdzie konkurujący ze sobą inwestorzy. Wielokrotnie przywoływane w tekście badania Henry'ego i współpracowników (2006) pokazały, że problemu „nieobecnych właścicieli” (określenie Dodda, 1932) świadome są same zarządy spółek giełdowych. Postrzegają one inwestorów instytucjonalnych

nie jako właścicieli, ale jako traderów, którzy są jednocześnie silnymi politycznie dostawcami zasobów (kapitału). W takich realiach stosunki między spółkami a akcjonariuszami są nie tyle własnościowe, ile rynkowe.

Przeprowadzona analiza rodzi szereg dalszych pytań dotyczących relacji spółek i akcjonariuszy. Czy w dzisiejszych czasach wyłączna koncentracja na maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa w długim okresie w ogóle ma rację bytu? A jeśli nie, to wobec zróżnicowania interesów poszczególnych akcjonariuszy, interesy których z nich mają być „ważniejsze” i kto ma o tym decydować? Czy zgodnie ze słowami Dodda (1932, s. 1153), skoro własność inwestorów giełdowych nad spółkami jest jedynie nominalna, spółki powinny zapewniać im jedynie „stabilny, satysfakcjonujący zysk”? A może, zgodnie z sugestiami zarządów spółek giełdowych zbadanych przez Henry’ego i współpracowników, „inwestorami należy zarządzać tak jak wszystkimi innymi dostawcami, czy też, uwzględniając zamęt wywołany faktem, że dostarczają oni pieniądze, traktować ich jako klientów, którym trzeba było sprzedać przedsiębiorstwo i jego akcje” (Henry i in., 2006, s. 1123)?

Żadna z wymienionych propozycji nie jest wolna od poważnych wad i problemów. Jednym z najważniejszych wydaje się kwestia kontroli poczynań zarządów w zakresie kształtowania relacji z inwestorami, szczególnie gdy się weźmie pod uwagę wykazaną w licznych badaniach (np. Becht i in., 2005) niską efektywność potencjalnych nadzorców – rad nadzorczych, zainteresowanych w pierwszej kolejności interesem własnym.

Patrząc szerzej, wyraźnie widać, że teoria praw własności samodzielnie nie jest w stanie poradzić sobie z wyjaśnieniem funkcjonowania spółek na współczesnych rozwiniętych rynkach akcji, gdyż relacje między spółkami a inwestorami giełdowymi w malejącym stopniu mają charakter właścicielski, a zachowania inwestorów w rosnącym stopniu mają cechy handlu ryzykiem, nie własnością. W kontekście dokonanej analizy najbardziej fundamentalne pytanie brzmi: na straży czyich interesów powinien stać ład korporacyjny? Na dzień dzisiejszy prymat interesów akcjonariuszy nadal pozostaje dominującą doktryną, jednak słusznie coraz częściej uważana jest ona za niekompletną (np. Falaschetti, 2008).

Przypisy

- ¹ W tym ujęciu organizacja stanowi system wielostronnych relacji, które rozdzielić można na szereg dwustronnych relacji agencji.
- ² O tym, że spółka nie jest właścicielem wszystkich swoich „wkładów” (ang. *inputs*), pisali już Alchian i Demsetz (1972).
- ³ Czynniki ten wymieniany był jako największa wada statusu publicznego spółki i najważniejsza przyczyna wycofywania spółek z publicznego obrotu (Reason, 2003).

Bibliografia

- Alchian, A.A. i Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review*, 62 (5), 777–795.
- Alchian, A.A. i Demsetz, H. (1973). The Property Right Paradigm. *Journal of Economic History*, 33 (1), 16–27.
- Anabtawi, I. i Stout, L.A. (2008). Fiduciary Duties for Activist Shareholders. *Stanford Law Review*, 60 (5), 1255–1308.
- Becht, M., Bolton, P. i Röell, A. (2005). Corporate Governance and Control. *ECGI Working Paper Series in Finance*, (02/2002).
- Belloc, F. (2010). *The Dark Side of Shareholder Protection: Cross-Country Evidence from Innovation Performance*. Pozyskano z: <http://ssrn.com/abstract=1534119>.
- Berle, A.A. (1931). Corporate Powers as Powers in Trust. *Harvard Law Review*, 1049–1074.
- Berle, A.A. i Means, G.C. (1991/1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers.
- Bratton, W.W. i Wachter, M.L. (2010). The Case Against Shareholder Empowerment. *University of Pennsylvania Law Review*, 158, 653–728.
- Bushee, B. (2004). Identifying and Attracting the “Right” Investors: Evidence on the Behavior of Institutional Investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16 (4).
- Chamberlain, T.W. i Gordon, M.J. (1991). *The Investment, Financing and Control of the Firm: A Long-Run Survival View*. *Cambridge Journal of Economics*, 15, 393–403.
- Copeland, T., Koller, T. i Murrin, J. (1995). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons.
- Cready, W.M. (2001). The Separation Theorem, Investor ‘Myopia’, and Market Prices: A Discussion of ‘Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?’ *Contemporary Accounting Research*, 18 (2).
- Coyne, K.P. i Witter, J.W. (2002). Taking the Mystery out of Investor Behavior. *Harvard Business Review*, 80 (9).
- Demsetz, H. (1967). Toward a Theory of Property Rights. *American Economic Review*, 57 (2), 347–359.
- Demsetz, H. i Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93 (6), 1155–1177.
- Dodd Jr., E.M. (1932). For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, 45 (7), 1145–1163.
- Drucker, P. (1954). The Objectives of a Business. W: P. Drucker, *The Practice of Management* (s. 62–87). New York: Harper & Row Brothers.
- Erkens, D.H., Hung, M. i Matos, P.P. (2010). Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. *ECGI Finance Working Paper*, (249/2009).
- Falascchetti, D. (2008). Shareholder Democracy and Corporate Governance. *FSU College of Law, Law, Business & Economics Paper*, (08-14).
- Fama, E.F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288–307.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Hansmann, H. (1988). Ownership of the Firm. *Journal of Law, Economics and Organization*, 4 (2), 267–304.
- Hansmann, H. i Kraakman, R. (2001). The End of History for Corporate Law. *Georgetown Law Journal*, 89 (2).
- Henry, J., Sanderson, P., Barker, R. i Roberts, J. (2006). Owners or Traders? Conceptualizations of Institutional Investors and Their Relationship with corporate Managers. *Human Relations*, 59 (8), 1101–1132.
- Hill, C.W. i Jones, T.M. (1992). Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29 (2), 131–154.

- Jeżak, J. (2010). *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*. Warszawa: C.H. Beck.
- Joerg, P., Loderer, C., Roth, L. i Waelchli, U. (2005). The Purpose of the Corporation: Shareholder Value Maximization? *ECGI Working Paper Series in Finance*, 95.
- Karmel, R.S. (2004). Should a Duty to the Corporation Be Imposed on Institutional Shareholders? *Brooklyn Law School Public Law and Legal Theory Working Paper Series*, (11).
- Keay, A. (2007). Tackling the Issue of the Corporate Objective: An Analysis of the United Kingdom's 'Enlightened Shareholder Value Approach. *Sydney Law Review*, 29 (4).
- Mitchell, L.E. (2009). The Legitimate Rights of Public Shareholders. *GWU Legal Studies Research Paper*, 461.
- Pietrewicz, L. (2008). Identyfikacja konkurentów na giełdzie. *Marketing i Rynek*, (7), 2–8.
- Pietrewicz, L. (2010). Rozwój rynku inwestorów instytucjonalnych i jego wpływ na relacje agencji w spółkach giełdowych. *Zarządzanie Zmianami. Zeszyty Naukowe*, 21 (3), 1–20.
- Postuła, I. (2013). *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Reason, T. (2003). Off The Street. *CFO*, 19 (6).
- Ryan, L. i Schneider, M. (2003). Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories. *Business and Society*, 42 (4).
- Thomsen, S., Pedersen, T. i Kvist, H.K. (2006). Blockholder Ownership: Effects on Firm Value in Market and Control Based Governance Systems. *Journal of Corporate Finance*, 12 (2), 246–269.
- Useem, M. (1996). *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Face of Corporate America*. New York: Basic Books.