



Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2013, t. 49, nr 4

Grzegorz Borkowski

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Zarządzania
e-mail: gborkowski@o2.pl
tel. 607 79 79 70

Polityka inwestycyjna w kontekście wewnętrznego rynku kapitałowego

***Streszczenie.** Artykuł podejmuje tematykę rynku kapitału wewnętrznego oraz jego konsekwencji. Przedstawiono w nim zjawiska, które w istotny sposób wpływają na scenariusz podejmowania decyzji inwestycyjnych, a tym samym na model realizacji procesu inwestycyjnego. Pokazano także związek między tymi zjawiskami a dwupoziomym problemem agencji oraz słabości procesu inwestycyjnego prowadzonego za pomocą wewnętrznego rynku kapitałowego, który staje się narzędziem w rękach menedżerów do realizacji ich prywatnych celów, a nie elementem budującym pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa.*

***Słowa kluczowe:** wewnętrzny rynek kapitałowy, problem agencji, zachowanie menedżerów, proces inwestycyjny*

Wstęp

Rynek kapitału wewnętrznego, nadzór korporacyjny i problem agencji są tematami, które w ostatniej dekadzie cieszyły się dużym zainteresowaniem badaczy zarządzania, finansów czy polityki korporacyjnej¹. Literatura tego okresu dowodzi, że tematy te są silnie od siebie zależne². Takie zjawiska, jak: socjalizm kor-

¹ A. Shleifer, R. Vishny, *A survey of corporate governance*, „The Journal of Finance” 1997, nr 52, s. 737-783.

² M. Becht, P. Bolton, A. Röell, *Corporate governance and control*, National Bureau of Economic Research, Milton 2004.



poracyjny, budowanie imperium, pokusa nadużycia czy dwustopniowy problem agencji (wraz z wszelkimi mechanizmami nadzoru korporacyjnego) stanowią przykłady teorii nieefektywnego rynku kapitału wewnętrznego³.

W artykule podjęto tematykę wewnętrznego rynku kapitałowego w kontekście kosztów agencji i polityki inwestycyjnej przedsiębiorstwa. Analizie poddano wewnętrzne zjawiska pojawiające się w czasie realizacji inwestycji za pomocą zasobów pochodzących z wewnętrznych przepływów kapitałowych, a także zjawiska, które wpisują się w problem agencji, będące wynikiem funkcjonowania wewnętrznego rynku kapitałowego.

Ponadto przedstawiono modele realizacji polityki inwestycyjnej przyjmowane przez menedżerów zarządzających oraz istotne czynniki mające wpływ na tworzenie scenariuszy decyzyjnych procesu inwestycyjnego.

Założone cele zrealizowano na podstawie studiów nad literaturą przedmiotu, w tym gromadzenia, specyfikacji, analizy i charakterystyki danych.

1. Wewnętrzny rynek kapitałowy

Ostatnie badania koncentrują się na zagadnieniu wewnętrznego rynku kapitałowego w kontekście organizacji o strukturze holdingowej. Dzięki istnieniu takiej struktury możliwe są przepływy środków pieniężnych przez poszczególne jednostki, co pozwala na stworzenie wewnętrznego rynku kapitałowego organizacji. Pojawia się proces, który dostarcza ograniczonych zasobów finansowych na realizację potrzeb wewnętrznych organizacji. Olivier E. Williamson opisał sposób funkcjonowania rynku kapitału wewnętrznego w następujący sposób: „przepływy środków pieniężnych (*cash flow*) w organizacji wielodowizyjnej nie wracają automatycznie do źródeł, ale stanowią cel współzawodnictwa”⁴.

Niektórzy badacze, np. Owen Lamont czy Joel Houston, Christopher James i David Marcus⁵, zauważyli, że istnieje korelacja między rynkiem kapitału wewnętrznego (*internal capital market*) a przepływem środków pieniężnych (*cash flow*). Zaczęli się więc zastanawiać nad procesem inwestycyjnym w organizacji holdingowej oraz nad różnicami w sposobie realizacji procesu inwestycyjnego w jednostce samodzielnej i jednostce przynależnej do wielodowizyjnej korporacji czy grupy kapitałowej. Przedmiotem zainteresowania badaczy było dyskonto dy-

³ Z. Sautner, B. Villalonga, *Corporate Governance and Internal Capital Markets*, Harvard Business School, Cambridge Mass. 2010.

⁴ O. E. Williamson, *Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Collier Macmillan Publishers, New York 1975.

⁵ O. Lamont, *Cash flows and investment: Evidence from internal capital markets*, „Journal of Finance” 1997, nr 52, s. 83-109; J. Houston, C. James, D. Marcus, *Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 46, nr 2, s. 135-164.

wersyfikacyjne (spadek wartości) przedsiębiorstw wielodivizyjnych, porównywanych z przedsiębiorstwami jednodivizyjnymi działającymi w tej samej branży lub segmencie przemysłu. W związku z tym w latach 80. nastąpiło odejście od form zdywersyfikowanych, uzasadniane tym, że jednostki (divizje) będą funkcjonowały bardziej efektywnie jako samodzielne jednostki⁶. Choć zostało stwierdzone dyskonto dywersyfikacyjne, nie były jasne przyczyny jego powstania.

W dyskusji na ten temat wyłoniły się dwie grupy argumentów, w odmienny sposób ukazujących wewnętrzny rynek kapitałowy jako przyczynę zaobserwowanego zjawiska.

Zgodnie z pierwszą grupą rynek kapitału wewnętrznego stanowi przyczynę utraty wartości przedsiębiorstwa, co potwierdzają badania Larry'ego Langa i René M. Stulza, Philipa Bergerera i Eli Ofleka, Roberta Commenta i Grega Jarella⁷. David S. Scharfstein⁸ uważa, że inwestycje dokonywane za pomocą wewnętrznego rynku kapitałowego są nieproporcjonalne do szans inwestycyjnych, co świadczy o negatywnej zależności między dywersyfikacją i rynkiem kapitału wewnętrznego a budowaniem wartości firmy⁹. John R. Graham, Michael L. Lemmon i Jack G. Wolf czy Raghuram Rajan, Henri Servaes i Luigi Zingales¹⁰ dowodzą, że firmy wielodivizyjne inwestują relatywnie więcej w słabsze linie biznesu niż firmy jednosegmentowe działające w tym samym obszarze, przy jednoczesnym ograniczeniu inwestycji w silne linie biznesu. Jest to przykład nieefektywnego subsydiowania, które polega na wspieraniu nieefektywnych jednostek i bezpośrednio wpływa na dyskonto wartości przedsiębiorstwa.

Druga grupa argumentów powstała na podstawie wyników badań zainicjowanych przez takich badaczy, jak: Armen A. Alchian i J. Fred Weston, i kontynuowanych przez Roberta Gertnera, Davida S. Scharfsteina i Jeremy'ego C. Steina¹¹. J.C. Stein podkreśla znaczenie wewnętrznego rynku kapitałowego jako czynnika

⁶ J. C. Stein, *Internal capital markets and the competition for corporate resources*, „The Journal of Finance” 1997, nr 52, s. 111-133.

⁷ L. Lang, R. M. Stulz, *Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance*, „Journal of Political Economy” 1994, nr 102, s. 1248-1280; Ph. Berger, E. Ofek, *Diversification's effect on firm value*, „Journal of Financial Economics” 1995, nr 37, s. 39-65; R. Comment, G. Jarrell, *Corporate focus and stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1995, nr 37, s. 67-87.

⁸ D. S. Scharfstein, *The dark side of internal capital markets II: Evidence from diversified conglomerates*, „NBER Working paper” 1998, nr 6352.

⁹ D. Hyland, *Why firms diversify: An empirical examination*, Working paper, University of Texas, Arlington 1999.

¹⁰ J. R. Graham, M. L. Lemmon, J. J. Wolf, *Does corporate diversification destroy value?*, „Journal of Finance” 2002, nr 57, s. 695-720; R. Rajan, H. Servaes, L. Zingales, *The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment*, „Journal of Finance” 2000, nr 55, s. 35-80.

¹¹ A. A. Alchian, *Corporate management and property rights*, w: *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, red. H. Manne, American Enterprise Institute, Washington DC 1969; J. F. Weston, *Mergers and acquisitions in business planning*, „Revista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali” 1970, nr 17, s. 309-320; R. H. Gertner, E. A. Powers, D. S. Scharf-

Tabela 1. Zestawienie publikacji ukazujących oddziaływanie wewnętrznego rynku kapitałowego

Autorzy	Charakterystyka
Pozytywne oddziaływanie	
Laverence (1991)	rynek kapitału wewnętrznego determinuje subwencjonowanie i relokację zasobów finansowych; powstaje dyskonto dywersyfikacyjne
Lang, Stulz (1994)	rynek kapitału wewnętrznego stanowi skutek dywersyfikacji negatywnie skorelowany z wartością firmy
Berger, Ofek (1995), Lins, Servaes (1999)	dyskonto organizacji wielodivizyjnych wynika z dywersyfikacji i rynku kapitału wewnętrznego na tle firm jednosegmentowych
Comment, Jarel (1995)	istnieje zależność między rynkiem kapitału wewnętrznego a spadkiem wartości firmy
Laeibenskinel, Opler (1995)	dyskonto dywersyfikacyjne i rynek kapitału wewnętrznego stanowi źródło subsydiowania i relokacji zasobów finansowych
Servaes (1996), Scharfstein (1998)	istnieje zależność między dywersyfikacją i rynkiem kapitału wewnętrznego a spadkiem wartości firmy
Hyland (1994), Graham, Lemmon, Wolf (2002)	istnieje zależność między dywersyfikacją a spadkiem wartości firmy
Negatywne oddziaływanie	
Lamont (1997)	nieefektywność wewnętrznego rynku kapitałowego jest wynikiem błędnej alokacji środków, a nie dywersyfikacji
Houston, James, Marcus (1997)	nieefektywność wewnętrznego rynku kapitałowego jest wynikiem błędnych decyzji menedżerskich
Chevalier (2001)	z porównania sposobu realizacji inwestycji przez przedsiębiorstwa przed i po połączeniu się z grupą wynika, że nie jest on negatywnie skorelowany z rynkiem kapitału wewnętrznego
Khanna, Tice (2001)	pozytywne przykłady wewnętrznego rynku kapitałowego przedsiębiorstw na rynkach azjatyckich
Whited (2001)	krytyka nieefektywności realizacji inwestycji za pomocą rynku kapitału wewnętrznego, błąd pomiaru
Campa, Kedia (2002), Mansi, Reeb (2002)	rynek kapitału wewnętrznego może efektywnie wpływać na funkcjonowanie przedsiębiorstwa i nie powoduje dyskonta
Villalonga (2004)	pozytywny wpływ wewnętrznego rynku kapitałowego.
Kuppuswamy, Villalonga (2001)	pozytywny wpływ wewnętrznego rynku kapitałowego na efektywność inwestycji i wartość firmy

Źródło: opracowanie własne.

pozytywnie wpływającego na wzrost efektywności inwestycji¹². Analiza literatury przedmiotu dowodzi, że wewnętrzny rynek kapitałowy może redukować asyme-

stein, *Learning about internal capital markets from corporate spin-offs*, „Journal of Finance” 2002, nr 57, s. 2479-2506.

¹² J. C. Stein, *Internal capital markets and the competition for corporate resources*, „The Journal of Finance” 1997, nr 52.

trię informacji między inwestorem a menedżerem projektu (np. dyrektorem jednostki, w której realizowane jest zadanie inwestycyjne), a tym samym pozwala na lepszą alokację środków wewnątrz firmy. Rynek kapitału wewnętrznego może też być przeciwważą dla rynków kapitału zewnętrznego, co jest szczególnie ważne w sytuacji ograniczenia ich dostępności¹³. Według Belen Villalongi, Toni Whited, Jose Campy i Simi Kedia oraz Sattar Mansi i Davida Reeba¹⁴ dywersyfikacja i wynikający z niej rynek kapitału wewnętrznego mogą przyczynić się do wzrostu wartości firmy.

Judith Chevalier dokonuje porównania procesu inwestycyjnego w firmie jednosegmentowej (nieposiadającej rynku kapitału wewnętrznego) przed i po połączeniu się z przedsiębiorstwem wielodowizyjnym i nie dostrzega różnic w sposobie realizacji procesu inwestycji, dlatego uważa, że jeśli ma miejsce jakakolwiek nieefektywność w procesie realizacji inwestycji, to jest ona wynikiem innych zjawisk, a nie rynku kapitału wewnętrznego¹⁵.

Dotychczasowe badania nie prezentują spójnego i jednoznacznego stanowiska na temat roli wewnętrznego rynku kapitałowego jako narzędzia, które mogłoby pozytywnie lub negatywnie wpływać na efektywność funkcjonowania przedsiębiorstwa. Opinie powstające na podstawie wyników badań prowadzonych w różnych obszarach gospodarki są często sprzeczne. Może to wynikać z poszukiwania rozwiązań w zjawiskach wewnętrznych zachodzących w organizacji.

2. Dwustopniowy problem agencji a zjawiska wewnętrzne

John R. Graham, Campbell R. Harvey i Manju Puri łączą dyskonto dywersyfikacyjne i rynek kapitału wewnętrznego z błędnymi decyzjami dotyczącymi akwizycji nieefektywnych jednostek i wskazuje je jako przyczynę nieefektywności wewnętrznego rynku kapitałowego¹⁶. Można więc powiedzieć, że nieefektywność inwestycyjna, na którą podatne są organizacje o strukturze wielodowizyjnej, może wynikać z problemu agencji.

Na problem agencji składają się dwa scenariusze. Pierwszy wiąże się z przeinwestowywaniem, gdy menedżerowie, którzy mają dostęp do dużych środków

¹³ O.E. Williamson, op. cit.

¹⁴ B. Villalonga, *Does diversification cause the „diversification discount”*, „Financial Management” 2004, nr 33, s. 5-28; T. Whited, *Is it inefficient investment that causes the diversification discount?*, „Journal of Finance” 2001, nr 56, 1667-1692; J. Campa, S. Kedia, *Explaining the diversification discount*, „Journal of Finance” 2002, nr 57, s. 1731-1762; S. Mansi, D. Reeb, *Corporate diversification: What gets discounted?*, „Journal of Finance” 2002, nr 5, s. 2167-83.

¹⁵ J. Chevalier, *Why do firms undertake diversifying mergers? An examination of the investment policies of merging firms* (unpublished working paper). University of Chicago, Chicago 1999.

¹⁶ J.R. Graham, C.R. Harvey, M. Puri, *Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms*, Working paper, Duke University, Durham 2010.

finansowych z wewnętrznego rynku kapitałowego, nieefektywnie wykorzystują te zasoby, narażając organizację na ryzyko błędnych decyzji inwestycyjnych¹⁷. Drugi scenariusz dotyczy sytuacji, w której menedżerowie na poziomie jednostki odczuwają ograniczenia wynikające z niewystarczających przepływów środków pieniężnych na realizację założeń inwestycyjnych, więc dokonują alokacji kapitału za pomocą środków pozyskanych z wewnętrznego zamiast zewnętrznego rynku kapitałowego. Jest to przykład nieefektywnego subsydiowania danej jednostki, które polega na alokowaniu zbyt dużej ilości kapitału w danej jednostce i tym samym ograniczaniu dostępu do środków innym jednostkom będącym częścią korporacji¹⁸.

Hipotezy na temat subsydiowania jednostek za pomocą rynku kapitału wewnętrznego są szeroko dyskutowane w literaturze przedmiotu, a studia takich badaczy, jak: Owen Lamont, Hyun-Han Shin i René M. Stulz¹⁹, potwierdzają, że jest to praktyka bardzo popularna. Korporacje w aktywny sposób korzystają z rynku kapitału wewnętrznego i dokonują relokacji środków pomiędzy jednostkami. Stwierdzenie, że tego rodzaju przesunięcia kapitału są nieefektywne, nie ma jednak poparcia w badaniach empirycznych i można je traktować wyłącznie jako przypuszczenie²⁰.

Według O. E. Williamsona rynek kapitału wewnętrznego dotyczy dwupoziomowego problemu agencji²¹. Konflikt pomiędzy udziałowcami (właścicielami czy inwestorami rynkowymi; szczególnym przypadkiem jest akcjonariat rozproszony) a menedżerami zarządzającymi jednostką, mającymi możliwość alokowania zasobów finansowych, może wynikać z nierównowagi sił – posiadanie przez menedżerów pełnej informacji, systemów audytujących, zdolności dyskretnej alokacji kapitału, regulacji systemu bodźców wobec menedżerów niższego szczebla czy subwencjonowania jednostek zależnych powoduje, że korporacja (dyrektor zarządzający) jako inwestor wewnętrzny ma wobec udziałowców oraz jednostki zależnej znaczącą przewagę. Przewaga ta może skutkować dążeniem menedżerów do realizacji swoich prywatnych celów, takich jak: budowanie imperium czy kształtowanie struktury organizacji dla umocnienia swojej władzy. Wewnętrzny rynek kapitałowy pozwala zaś na ograniczenie kontroli i umacnia pozycję menedżera.

¹⁷ P. Berger, E. Ofek, *Diversification's effect on firm value*, „Journal of Financial Economics” 1995, nr 37, s. 39-65.

¹⁸ H. Shin, R. Stulz, *Are internal capital markets efficient?*, „Quarterly Journal of Economics” 1998, nr 113, s. 531-552.

¹⁹ O. Lamont, op. cit.; H. Shin, R. Stulz, op. cit.

²⁰ D. S. Scharfstein, J. C. Stein, *The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment*, „The Journal of Finance” 2000, nr 55, s. 2537-2564.

²¹ O. E. Williamson, op. cit.

Na tej podstawie J.C. Stein zbudował zupełnie inną argumentację, podważając negatywny charakter problemu agencji w kontekście wewnętrznego rynku kapitałowego. Uwzględniając tendencję menedżerów do czerpania prywatnych korzyści z możliwości zarządzania, prowadzącej do przeinwestowywania, stwierdził, że w zależności od poziomu inwestycji każda relokacja środków pomiędzy jednostkami powinna być ukierunkowana na wzrost efektywności²², a więc budowanie wartości firmy. W ten sposób menedżerowie będą tworzyć „wartościowe imperium”²³.

Przeciw wagą dla tego podejścia jest argumentacja przedstawiona przez Andrei Shleifera i Roberta W. Vishny²⁴. Opisują oni podejście menedżerów do projektów inwestycyjnych (*pet projects*), które generują ogromne korzyści prywatne. Menedżerowie preferują bowiem realizowanie inwestycji w obszarach przemysłu, w których mają więcej doświadczenia, co czyni ich niezastąpionymi. Wielu badaczy odnosi subwencjonowanie za pomocą wewnętrznego rynku kapitału do „naturalnego socjalizmu”²⁵. Oznacza to, że tak długo, jak dyrektorzy zarządzający czerpią korzyści z istnienia słabych jednostek (niełatwo zastąpić menedżera z powodu braku osób o podobnych kompetencjach), trudno będzie wytłumaczyć proces subwencjonowania w kontekście problemu agencji. Należy więc spojrzeć na to zagadnienie z punktu widzenia menedżerów niższego szczebla.

David S. Scharfstein i Jeremy C. Stein analizują zachowania menedżerów w kontekście rynku kapitału wewnętrznego. Opisują przypadek, gdy menedżerowie niższego szczebla oprócz zaangażowania w proces produkcyjny angażują się w działania związane z lobbieniem, opisywane w literaturze przedmiotu jako „pogoń za rentą” (*rent seeking*), czyli pozyskaniem subwencji lub środków inwestycyjnych z wewnętrznego rynku kapitałowego²⁶. Podobnie jak Margaret Meyer, Paul Milgrom i John Roberts, autorzy ci przewidują zniekształcenie zachowań menedżerów (pogoń za rentą) na poziomie słabych jednostek, co może przejawiać się w pozbywaniu się lub zamykaniu ich. Działania te nie powodują jednak bezpośrednio nieefektywności w alokacji inwestycji²⁷, ale przyczyniają się do niej próby wpływania na decyzje menedżera w tej kwestii.

Model pogoni za rentą na poziomie jednostki może w niektórych sytuacjach sugerować podejście socjalistyczne, zwłaszcza jeśli chodzi o poziom wynagrodzenia menedżerów. Menedżerowie słabszych jednostek otrzymują bowiem zbyt

²² J. C. Stein, op. cit.

²³ J. G. Matsusaka, *Corporate diversification, value maximization and organizational capabilities*, „Journal of Business” 2001, nr 74, s. 409-431.

²⁴ A. Shleifer, R. W. Vishny, *A survey of corporate governance*, „The Journal of Finance” 1997, nr 52.

²⁵ D. S. Scharfstein, J. C. Stein, op. cit., s. 2537-2564.

²⁶ Ibidem.

²⁷ M. Meyer, P. Milgrom, J. Roberts, *Organizational prospects, influence costs, and ownership changes*, „Journal of Economics and Management Strategy” 1992, nr 1, s. 9-35.

Tabela 2. Zjawiska wewnętrzne oparte na logice wewnętrznego rynku kapitałowego

Zjawisko	Opis	Autorzy
Socjalizm	subwencjonowanie, polityka wynagrodzeń	Lamont (1997); Shin, Stulz (1998); Scharfstein (1998)
Budowanie imperium	przeinwestowywanie, ulubione projekty (<i>pet projects</i>)	Jansen, Meckling (1976); Jensen (1986); Pfeffer (1992); Baum (2002); Yuhai Xuan (2009)
Pogoń za rentą (<i>rent seeking</i>)	lobbying, pokusa nadużycia	Scharfstein, Stein (2000)
Ulubione projekty (<i>pet projects</i>)	realizacji decyzji inwestycyjnych w ulubionych obszarach	Shin, Stulz (1998)
Wskazywanie zwycięzcy (<i>winner picking</i>)	wyбір podmiotu do realizacji inwestycji	Gartner, Scharfstein, Stein (1994)

Źródło: opracowanie własne.

wysokie wynagrodzenia w stosunku do menedżerów silnych jednostek. Kwestia ta łączy się z problemem agencji, ponieważ dotyczy relacji między udziałowcami, dyrektorem zarządzającym i menedżerami jednostek. Naturalne jest, że udziałowcy (inwestorzy zewnętrzni) zgadzają się na wynagrodzenie menedżerów zgodne z zapisami kontraktów, a nie na dodatkowe kwoty, wynikające zwłaszcza z alokacji kapitałowych.

Tymczasem gdy menedżer zarządzający (agent) ma możliwość zatrudniania menedżerów niższego szczebla i przyznawania im premii w innej formie niż ta określona kontraktem i akceptowana przez udziałowców, może zniekształcać proces inwestycyjny i alokować duże środki finansowe pochodzące z wewnętrznego rynku kapitałowego w jednostkach, w których zatrudnił swoich menedżerów. Ten wielopoziomowy problem agencji opisali Joan Tirole, Bengt Holmstruom, Paul Milgrom oraz Preston McAfee i John McMillan²⁸.

Wielopoziomowy problem agencji w kontekście subsydiowania jednostek za pomocą środków pochodzących z wewnętrznego rynku kapitałowego jest szczególnie widoczny w przypadku dużej rozbieżności sił między jednostkami wchodzącymi w skład korporacji oraz braku bodźców i zachęt, jakimi mógłby dysponować menedżer zarządzający wobec menedżerów niższego szczebla. Duże znaczenie w takiej sytuacji ma także ład korporacyjny, który przy pomocy zwierzchniej komisji do spraw wynagrodzeń reguluje wynagrodzenia menedżerów. Komisja ta określa wynagrodzenie menedżera zarządzającego jako agenta,

²⁸ J. Tirole, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton 2006; B. Holmstruom, P. Milgrom, *Regulating trade among agents*, „Journal of Institutional and Theoretical Economics” 1996, nr 146, s. 85-105; P. McAfee, J. McMillan, *Organizational diseconomies of scale*, „Journal of Economics and Management Strategy” 1985, nr 4, s. 399-426.

co może być efektywne, ale w ograniczonym zakresie. Howard Rotemberg podaje przykłady, w których menedżerowie nagradzani są prawem decyzji inwestycyjnych, co pozwala unikać podnoszenia wynagrodzeń w ramach długoterminowego zobowiązania czy prywatnych korzyści²⁹. Także R. Rajan, H. Servaes i L. Zingales opisują alokację inwestycji w słabszych jednostkach w celu lepszej kooperacji z nimi³⁰.

2. Scenariusze polityki inwestycyjnej

Analizując literaturę przedmiotu na temat wewnętrznego rynku kapitałowego, można zauważyć znaczenie menedżera w polityce korporacji dotyczącej sposobu zarządzania oraz polityce inwestycyjnej. Polityka korporacji określa zachowania menedżerów wyższego szczebla w sytuacji zarządzania wewnętrznym rynkiem kapitałowym. Niektórzy autorzy, np. A.A. Alchein, J.F. Weston, R.H. Gartner, D.S. Scharfstein i J.C. Stein, J.G. Matsusaka i Nanda; D.S. Scharfstein, J.C. Stein³¹, podkreślają, że wewnętrzny rynek kapitałowy zyskuje na znaczeniu, gdy w organizacji istnieje większa kontrola, a informacje dostarczane są jednostce nadrzędnej przez menedżerów niższego szczebla. Zapewnia to lepszą alokację kapitału i podejmowanie właściwych decyzji.

Z kolei P. Milgrom, D.J. Roberts, D.S. Scharfstein i J.C. Stein oraz R. Rajan, H. Servaes i L. Zingales, a także J. Wulf³² wskazują, że motywacje agencyjne menedżerów zarządzających i menedżerów jednostek mogą stanowić powód rozbieżności interesów tych grup. Według J.R. Grahama, C.R. Harveya i M. Puri opinia menedżera zarządzającego na temat jednostki w najwyższym stopniu wpływa na decyzje dotyczące alokacji inwestycji opartej na wewnętrznym rynku kapitałowym³³. Brakuje natomiast wiedzy na temat interakcji między menedżerami zarządzającymi a menedżerami niższego szczebla oraz ich wpływu na proces budżetowania inwestycji.

²⁹ H. Rotemberg, *Power in profit-maximizing organizations*, „Journal of Economics and Management Strategy” 1993, nr 2, s. 165-198.

³⁰ R. Rajan, H. Servaes, L. Zingales, op. cit.

³¹ A.A. Alchein, op. cit.; J.F. Weston, op. cit.; J.C. Stein, op. cit.; J.G. Matsusaka, *Corporate diversification, value maximization and organizational capabilities*, „Journal of Business” 2001, nr 74; V. Nanda, *Forthcoming. Internal capital markets and corporate refocusing*, „Journal of Financial Intermediation” 2002; D.S. Scharfstein, J.C. Stein, op. cit.

³² P. Milgrom, *Employment contracts, influence activities, and efficient organization design*, „Journal of Political Economy” 1988, nr 96, s. 42-60; P. Milgrom, D.J. Roberts, *An economic approach to influence activities in organizations*, „American Journal of Sociology” 1988, nr 94, s. 154-179; D.S. Scharfstein, J.C. Stein, op. cit.; R. Rajan, H. Servaes, L. Zingales, op. cit.; J. Wulf, *Influence and inefficiency in the internal capital market*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 2009, nr 72, s. 305-321.

³³ J.R. Graham, C.R. Harvey, M. Puri, op. cit.

Tabela 3. Modele polityki inwestycyjnej oparte na logice wewnętrznego rynku kapitałowego

Modele decyzyjne	Opis	Autorzy
Autorytaryzm	menedżer zarządzający dąży do osiągnięcia prywatnych korzyści	Rotemberg (1993); Denis, Denis, Sarin (1997); Scharfstein, Stein (2000); Rajan, Servaes, Zingales (2000)
Budowanie relacji	menedżer zarządzający używa alokacji kapitału do tworzenia i pogłębiania relacji z menedżerami jednostek	Rajan, Servaes, Zingales (2000); Xuan (2009)
Asymetria informacji	menedżer zarządzający nie ma wystarczającej wiedzy na temat potencjału danej jednostki, toteż inwestycje realizuje tam, gdzie otrzymuje bardziej precyzyjną informację	Harris, Kriesel, Raviv (1982, 1996, 1998); Antle, Eppen (1985); Bernardo, Cai, Lou (2001, 2004); Cohen, Frazzini, Malloy (2008, 2010)
Menedżerski	pozycja menedżera w stosunku do menedżera zarządzającego oraz ład korporacyjny eliminują wpływ relacji na alokację decyzji	Fama (1980)

Źródło: opracowanie własne.

Analizując literaturę przedmiotu, można zauważyć zainteresowanie pewnymi zachowaniami, które składają się na następujące scenariusze polityki realizowanej przez menedżerów:

– model autorytarny – menedżerów cechuje dążenie do osiągnięcia prywatnych korzyści przez alokację kapitału z rynku wewnętrznego w danej jednostce. Podstawę decyzji o wyborze jednostki stanowi relacja między menedżerem zarządzającym a menedżerem jednostki, czego efektem może być alokacja większego pakietu kapitału i mniejsza efektywność inwestycji;

– model budowania relacji – decyzja menedżera zarządzającego dotycząca wyboru jednostki, w której będzie realizowany projekt, podyktowana jest chęcią tworzenia i pogłębiania relacji, by zyskać wsparcie w przyszłych działaniach. Decyzje podejmowane w ten sposób mogą jednak przynieść negatywny efekt dla realizacji inwestycji;

– model asymetrii informacji – menedżer zarządzający alokuje kapitał po to, by maksymalizować wartość firmy, lecz nie posiadając pełnej informacji na temat potencjału danej jednostki, decyduje się na tę, która zapewnia mu jak najlepszą informację, na co wpływ ma relacja między menedżerem zarządzającym a menedżerem danej jednostki;

– model menedżerski – silna pozycja inwestorów i ład korporacyjny eliminują powiązania menedżerskie, dzięki czemu alokacja kapitału jest zgodna z realizacją efektywności inwestycyjnej, a decyzja oparta jest na realnym potencjale inwestycyjnym.

Przestawione scenariusze ukazują skutki decyzji podejmowanych przez menedżerów dla wewnętrznego rynku kapitałowego. Ich autorzy poszukują przyczyn nie w fakcie istnienia wewnętrznego rynku kapitałowego, ale w procesach decyzyjnych menedżerów, którzy przedkładają cele prywatne nad cele organizacji.

Podsumowanie

W pracach poruszających tematykę wewnętrznego rynku kapitałowego można zauważyć brak jednoznacznego podejścia do znaczenia wewnętrznego rynku kapitałowego. Autorzy najczęściej opisują wewnętrzny rynek kapitałowy w kontekście dywersyfikacji i jej pozytywnego lub negatywnego wpływu na wartość przedsiębiorstwa. Swe analizy opierają na danych statystycznych pewnych grup przedsiębiorstw, które są aktywne w danym sektorze przemysłu czy usług finansowych, i dokonują porównania lub analizy statystycznej wewnętrznego rynku kapitałowego. Podkreślają także trudność pomiaru i duże znaczenie błęd³⁴ oraz ograniczoną porównywalność błędów empirycznych.

Badacze wskazują na istotne powiązanie wewnętrznego rynku kapitałowego z problemem agencji, którego konsekwencją są zjawiska wewnętrzne pojawiające się na dwóch poziomach konfliktu między pryncypałem a agentem. Analiza polityki menedżerskiej w kontekście logiki efektywnego procesu inwestycyjnego z udziałem środków wewnętrznego rynku kapitałowego mogłaby wyjaśnić nieefektywny charakter wewnętrznego rynku kapitałowego. Do poprawy efektywności inwestycyjnej mogłaby się przyczynić właściwa relacja między ładem korporacyjnym a poprawnym funkcjonowaniem wewnętrznego rynku kapitałowego z uwzględnieniem kontroli wewnętrznych procesów decyzyjnych i polityki korporacji. Być może wprowadzenie prostych zmian w obszarze nadzoru właścicielskiego pozwoliłoby ograniczyć ryzyko związane z realizacją inwestycji za pomocą wewnętrznego rynku kapitałowego.

Warto byłoby też rozszerzyć analizę o kontekst polski. Obecnie można bowiem obserwować na rynku kryzys przedsiębiorstw wielodywizyjnych notowanych na WIG 20, np. Polimex Mostostal czy PBG. Szybki rozwój tych spółek w ostatnim dziesięcioleciu i agresywna polityka inwestycyjna, którą prowadziły w obszarze przejęć, mogą wskazywać na zasadność stosowania opisanych czynników i modeli zachowań.

Literatura

- Alchian A. A., *Corporate management and property rights*, w: *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, red. H. Manne, American Enterprise Institute, Washington DC 1969.
Becht M., Bolton P., Röell A., *Corporate governance and control*, National Bureau of Economic Research, Milton 2004.

³⁴ O. Lamont, op. cit.

- Berger P., Ofek E., *Diversification's effect on firm value*, „Journal of Financial Economics” 1995, nr 37.
- Campa J., Kedia S., *Explaining the diversification discount*, „Journal of Finance” 2002, nr 57.
- Chevalier J., *Why do firms undertake diversifying mergers? An examination of the investment policies of merging firms* (unpublished working paper), University of Chicago, Chicago 1999.
- Comment R., Jarrell G., *Corporate focus and stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1995, nr 37.
- Gertner R.H., Powers E.A., Scharfstein D.S., *Learning about internal capital markets from corporate spin-offs*, „Journal of Finance” 2002, nr 57.
- Graham J.R., Harvey C.R., Puri M., *Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms*, Working paper, Duke University, Durham 2010.
- Graham J.R., Lemmon M.L., Wolf J.J., *Does corporate diversification destroy value?*, „Journal of Finance” 2002, nr 57.
- Handbook of the Economics of Finance*, red. M. Harris, R. Stulz, t. 1A: *Corporate Finance*, Elsevier, Amsterdam.
- Holmstruoen B., Milgrom P., *Regulating trade among agents*, „Journal of Institutional and Theoretical Economics” 1996, nr 146.
- Houston J., James C., Marcus D., *Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 46, nr 2.
- Hyland D., *Why firms diversify: An empirical examination*, Working paper, University of Texas, Arlington 1999.
- Lang L., Stulz R.M., *Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance*, „Journal of Political Economy” 1994, nr 102.
- Lamont O., *Cash flows and investment: Evidence from internal capital markets*, „Journal of Finance” 1997, nr 52.
- Mansi S., Reeb D., *Corporate diversification: What gets discounted?*, „Journal of Finance” 2002, nr 5.
- Matusaka J.G., *Corporate diversification, value maximization and organizational capabilities*, „Journal of Business” 2001, nr 74.
- McAfee P., McMillan J., *Organizational diseconomies of scale*, „Journal of Economics and Management Strategy” 1985, nr 4.
- Meyer M., Milgrom P., Roberts J., *Organizational prospects, influence costs, and ownership changes*, „Journal of Economics and Management Strategy” 1992, nr 1.
- Milgrom P., *Employment contracts, influence activities, and efficient organization design*, „Journal of Political Economy” 1988, nr 96.
- Milgrom P., Roberts D.J., *An economic approach to influence activities in organizations*, „American Journal of Sociology” 1988, nr 94.
- Nanda V., *Forthcoming. Internal capital markets and corporate refocusing*, „Journal of Financial Intermediation” 2002.
- Rajan R., Servaes H., Zingales L., *The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment*, „Journal of Finance” 2000, nr 55.
- Rotemberg H., *Power in profit-maximizing organizations*, „Journal of Economics and Management Strategy” 1993, nr 2.
- Scharfstein D.S., *The dark side of internal capital markets II: Evidence from diversified conglomerates*, „NBER Working paper” 1998, nr 6352.
- Scharfstein D.S., Stein J.C., *The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment*, „The Journal of Finance” 2000, nr 55.
- Shin H., Stulz R., *Are internal capital markets efficient?*, „Quarterly Journal of Economics” 1998, nr 113.
- Shleifer A., Vishny R.W., *A survey of corporate governance*, „The Journal of Finance” 1997, nr 52.

- Sautner Z., Villalonga B., *Corporate Governance and Internal Capital Markets*, Harvard Business School, Cambridge Mass. 2010.
- Stein J.C., *Internal capital markets and the competition for corporate resources*, „The Journal of Finance” 1997, nr 52.
- Tirole J., *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton 2006.
- Weston J.F., *Mergers and acquisitions in business planning*, „Revista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali” 1970, nr 17.
- Williamson O.E., *Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Collier Macmillan Publishers, New York 1975.
- Whited T., *Is it inefficient investment that causes the diversification discount?*, „Journal of Finance” 2001, nr 56.
- Wulf J., *Influence and inefficiency in the internal capital market*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 2009, nr 72.
- Villalonga B., *Does diversification cause the „diversification discount”*, „Financial Management” 2004, nr 33.

Investment policies in terms of internal capital market

Abstract. *This article brings attention to the subject of Internal Capital Market (ICM) by showing the effects and consequences which appears as result of it. The paper presents phenomena which have a strong influence on the process of investment decision taking, as well as, crafting models of the investment process. The author is trying to find the link between these occurrences of ICM and two edge of agency problems. An attempt to show the weakness of the investment process is presented, which is realized with the Internal Capital Market, which becomes the tool for managers to attain their private goals, and is not used as an element of building competitive position for the company.*

Keywords: *internal capital market, agency problems, manager behaviors, investment process*