

Zarządzanie

Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek

Jan Jeżak, Leszek Bohdanowicz

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak, Zbigniew Matyjas



**Rola rad nadzorczych
w procesach formułowania
i realizowania strategii
spółek**



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Zarządzanie

Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek

Jan Jeżak, Leszek Bohdanowicz

Bogna Kaźmierska-Jóźwiak, Zbigniew Matyjas



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

Jan Jeżak, Leszek Bohdanowicz, Bogna Kaźmierska-Józwiak, Zbigniew Matyjas
– Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania, Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa
90-237 Łódź, ul. Matejki 22/26

RECENZENT

Magdalena Jerzemowska

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Katarzyna Gorzkowska

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Stämpfli Polska Sp. z o.o.

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

AUTORZY

Jan Jeżak – wstęp, rozdz. I, VII (współautor), zakończenie, red. nauk.

Leszek Bohdanowicz – rozdz. IV, V, VII (współautor)

Bogna Kaźmierska-Józwiak – rozdz. III

Zbigniew Matyjas – rozdz. II, VI

Wydanie monografii zostało sfinansowane ze środków Narodowego Centrum Nauki w Krakowie
grant nr N N115 401340 pt. *Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania
strategii spółek*, zrealizowany w latach 2011–2014

© Copyright by Authors, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

Wydanie I. W.06968.15.0.K

Ark. wyd. 12,0; ark. druk. 12,125

ISBN 978-83-8088-335-2

e-ISBN 978-83-8088-336-9

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego

90-131 Łódź, ul. Lindleya 8

www.wydawnictwo.uni.lodz.pl

e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

<https://doi.org/10.18778/8088-335-2>

Spis treści

| | |
|--|-----------|
| Wstęp | 9 |
| Rozdział I | |
| Istota i znaczenie problemu „wyboru strategii spółki” | 17 |
| 1. Wybór strategii spółki jako problem decyzyjny | 17 |
| 2. Zarys metodyki projektowania strategii | 20 |
| 3. Nowy kontekst i nowe wyzwania dla procesu wyboru strategii spółki | 23 |
| Rozdział II | |
| Procesy formułowania oraz realizowania strategii spółek – stan wiedzy i przegląd badań | 27 |
| 1. Wyzwania strategiczne współczesnych korporacji – paradoksy strategii | 27 |
| 2. Problematyka decyzji podejmowanych na poszczególnych poziomach strategii | 32 |
| 3. Strategie na poziomie korporacji – podejście portfelowe a podejście bazujące na kompetencjach | 36 |
| 4. Typologia strategii na poziomie korporacji (całej spółki – grupy kapitałowej) | 40 |
| 4.1. Strategie dywersyfikacji profilu działalności spółki | 42 |
| 4.2. Strategie internacjonalizacji i globalizacji | 44 |
| Rozdział III | |
| Podział zysku jako jedna z kluczowych decyzji strategicznych spółki | 47 |
| 1. Tworzenie wyniku finansowego spółki | 47 |
| 2. Podział zysku netto w spółce akcyjnej | 49 |
| 3. Polityka dywidend | 52 |
| 4. Istota wykupów akcji własnych | 58 |
| 5. Relacja pomiędzy dywidendą pieniężną a skupem akcji w świetle teorii finansów | 61 |
| 6. Rola polityki dywidend w świetle teorii agencji | 64 |
| 7. Czynniki wypłaty dywidendy | 67 |
| 8. Podsumowanie | 70 |

Rozdział IV

Modele zarządzania i nadzorowania działalności spółek – tendencje światowe i europejskie **73**

1. Porównanie modelu jednopoziomowego i dwupoziomowego – wady i zalety obu modeli 73
2. Zróżnicowanie krajowe w ramach modeli podstawowych 82
3. Polski model zarządzania i nadzorowania działalności spółek 87
4. Partycypacja pracownicza w radach nadzorczych 89
5. Aktywność rad nadzorczych jako pochodna zastosowanego modelu funkcjonowania spółek 93

Rozdział V

Rady nadzorcze w polskim systemie *corporate governance* – przegląd badań **97**

1. Rola rad nadzorczych w świetle teorii ładu korporacyjnego 97
2. Funkcje rad spółek – przegląd światowej literatury 100
3. Luka pomiędzy funkcjami przypisanymi a faktycznie wykonywanymi przez rady 105
4. Funkcje i zadania polskich rad nadzorczych 108

Rozdział VI

Rady nadzorcze a strategie dywersyfikacji oraz internacjonalizacji w polskich spółkach publicznych – wyniki badań opartych na danych wtórnych **117**

1. Rady nadzorcze a strategie spółek – uwagi wstępne do przeprowadzonych badań 117
2. Rady dyrektorów a strategie – doświadczenia światowe 118
3. Hipotezy badawcze 121
4. Dane i metody badawcze 121
 - 4.1. Próba badawcza 121
 - 4.2. Zmienne badawcze 122
 - 4.3. Metody badawcze 125
5. Wyniki badań 126
 - 5.1. Statystyki deskryptywne 126
 - 5.2. Model 1 127
 - 5.3. Model 2 128
6. Konkluzje oraz dyskusja 128

Rozdział VII

| | |
|--|------------|
| Wpływ rad nadzorczych na procesy formułowania i realizowania strategii w polskich spółkach publicznych – wyniki przeprowadzonych badań własnych | 131 |
| 1. Charakterystyka badania i opis badanej próby | 131 |
| 2. Główna orientacja polskich spółek publicznych | 140 |
| 3. Modele nadzorowania i zarządzania spółkami | 143 |
| 4. Funkcje rad nadzorczych | 146 |
| 5. Aktywność rad nadzorczych w procesie zarządzania strategicznego | 151 |
| 6. Wpływ najnowszych trendów w ładzie korporacyjnym na proces wyboru strategii | 157 |
| 7. Mierniki oceny zarządów spółek przez rady nadzorcze | 158 |
| 8. Podsumowanie przeprowadzonych badań | 160 |
| Zakończenie | 163 |
| Bibliografia | 169 |
| Aneks | 183 |
| Spis tabel i rysunków | 191 |

Wstęp

Od początku lat 90. XX w. zasady funkcjonowania spółek akcyjnych, zwłaszcza spółek publicznych, są przedmiotem intensywnej międzynarodowej dyskusji. Biorą w niej udział zarówno międzynarodowe instytucje, takie jak OECD, Bank Światowy, Unia Europejska, jak również rządy i parlamenty poszczególnych krajów, giełdy papierów wartościowych, stowarzyszenia inwestorów oraz instytucje nadzoru finansowego.

Ta dyskusja kojarzy się nieodłącznie z anglojęzycznym terminem *corporate governance*, który jest różnie tłumaczony na język polski. Najczęściej jego rodzimym odpowiednikiem jest termin „ład korporacyjny”. Zgodnie z popularnym w świecie ujęciem OECD ład korporacyjny to sieć relacji między kadrą zarządzającą spółek a ich organami kontrolnymi, akcjonariuszami oraz innymi grupami interesów, zainteresowanymi działalnością danej spółki (pracownicy, wierzyciele, klienci, dostawcy, społeczność lokalna oraz państwo).

Ład korporacyjny obejmuje zatem strukturę władzy w spółce, za pośrednictwem której ustalane są cele, środki ich realizacji oraz metody monitorowania osiągniętych rezultatów. Ponadto do zakresu treściowego tego pojęcia należą tzw. zewnętrzne mechanizmy kontroli działalności spółek, tj. prawo spółek, rynek kapitałowy, rynek kontroli przedsiębiorstw (procesy fuzji i przejęć), rynek talentów menedżerskich oraz rynki produktów i usług.

Istnieje wiele przesłanek przemawiających za zajmowaniem się problematyką ładu korporacyjnego, zarówno od strony teoriopoznawczej, jak i aplikacyjnej. Pierwszy powód to ciągle stosunkowo słabo rozwinięta teoria ładu korporacyjnego w literaturze krajowej w stosunku do niezwykle bogatego i zróżnicowanego tematycznie dorobku literatury światowej. Bierze się to przypuszczalnie stąd, że ład korporacyjny obejmuje problematykę szeroką, niemieszczącą się w ramach jednej dyscypliny. Jest ona przedmiotem zainteresowania prawa cywilnego i handlowego, makro- i mikroekonomii, finansów i rachunkowości, nauk o zarządzaniu oraz socjologii i psychologii organizacji. Interdyscyplinarność jest tutaj wyzwaniem, ale także szansą dla ambitnych badaczy.

Na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat literatura krajowa znacznie wzbogaciła się o wiele opracowań książkowych, prezentujących dość szerokie spektrum

tematyczne. Należy do nich zaliczyć prace takich autorów, jak: M. Jerzemowska i B. Nogalski¹, I. Kołodkiewicz², S. Rudolf³, M. Jerzemowska⁴, K. Zalega⁵, J. Jeżak⁶, K. Lis i H. Sterniczuk⁷, P. Urbanek⁸, M. Aluchna⁹, A. Nartowski¹⁰, D. Dobija i I. Kołodkiewicz¹¹, A. Szewc-Rogalska¹², I. Postuła¹³, A. Adamska¹⁴, D. Dobija¹⁵, M. Marcinkowska¹⁶, a także M. Jerzemowska, A. Golec i A. Zamojska¹⁷.

-
- 1 M. Jerzemowska, B. Nogalski, *Corporate governance in Polish holdings*, [w:] *In Search of Effective Corporate Governance*, Management Studies Center, Warszawa 2000.
 - 2 I. Kołodkiewicz, *Building a system of corporate governance in Poland. Initial experiences*, [w:] *In Search of Effective Corporate Governance*, Management Studies Center, Warszawa 2000; eadem, *Rady nadzorcze – dobre praktyki ładu korporacyjnego. Doświadczenia polskie i zagraniczne*, Wyd. Poltext, Warszawa 2013.
 - 3 S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000; idem (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004; idem (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006; idem, *Udział przedstawicieli załogi w radach nadzorczych spółek w nowych krajach Unii Europejskiej*, [w:] idem (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
 - 4 M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
 - 5 K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003.
 - 6 J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005; idem, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010; idem (red. nauk.), *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
 - 7 K. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2005.
 - 8 P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menadżerów*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
 - 9 M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007; eadem, *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwo*, Wyd. Poltext, Warszawa 2015.
 - 10 A. S. Nartowski, *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW. Podręcznik*, „Przegląd Corporate Governance” 2008, numer specjalny.
 - 11 D. Dobija, I. Kołodkiewicz, *Ład korporacyjny*, Wyd. Akademii im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2011.
 - 12 A. Szewc-Rogalska, *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2012.
 - 13 I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, ABC a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
 - 14 A. Adamska, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
 - 15 D. Dobija, *Audyty finansowe we współczesnych systemach społecznych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2014.
 - 16 M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014.
 - 17 M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, *Corporate governance. BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015.

Mimo wyraźnego postępu w rozwoju krajowej literatury przedmiotu, nadal niektóre obszary tematyczne problematyki *corporate governance* w Polsce należy uznać za słabo rozpoznane lub prawie nieobecne. Brakuje np. szerszych wykładni niektórych teorii ładu korporacyjnego (poza teorią agencji oraz teorią *stakeholders*). Brakuje też syntezy najnowszych tendencji światowych oraz pogłębionej analizy zmian dokonujących się we wszystkich modelach ładu korporacyjnego (zjawisko konwergencji tych modeli). Taką tendencją o charakterze ogólnoswiatowym jest np. zwiększająca się presja na zdecydowanie większą aktywność rad dyrektorów oraz rad nadzorczych w podejmowaniu decyzji strategicznych w spółkach. Słabością polskiego dorobku literaturowego jest ponadto brak systematycznych i szeroko zakrojonych badań empirycznych nad funkcjonowaniem ładu korporacyjnego w praktyce. Mamy tu na myśli badania prowadzone w trybie longitudinalnym, czyli badania prowadzone przez dłuższy okres, co zwiększa wiarygodność otrzymywanych wyników oraz pozwala na wnioskowanie uzasadnione statystycznie.

Myślą przewodnią niniejszej książki jest założenie, że właściwy ład korporacyjny to istotny czynnik instytucjonalny przy budowie konkurencyjnej gospodarki oraz kreowaniu wzrostu gospodarczego. Dobry system ładu korporacyjnego pozwala założyć, że spółki efektywnie wykorzystują swój kapitał, biorą pod uwagę interesy państwa, regionu i społeczności lokalnej, a ich zarządy i rady nadzorcze przyjmują finansową odpowiedzialność wobec spółki i jej właścicieli. Taki system wzmacnia zaufanie inwestorów zagranicznych oraz przyciąga długoterminowy kapitał inwestycyjny. Dla znanych inwestorów branżowych i finansowych dobry system ładu korporacyjnego jest równie ważny jak uzyskiwane wyniki finansowe.

Trzeba jednak zaznaczyć, że postęp dokonany w ostatnich kilkunastu latach w większości krajów świata (m.in. wskutek takich zdarzeń, jak nagła upadłość amerykańskiego koncernu energetycznego Enron w 2001 r. czy kryzys w sektorze finansowym w latach 2007–2008) jest dalece niewystarczający. Zdaniem wielu ekspertów obecne systemy monitorowania i kontrolowania działalności spółek nadal nie spełniają oczekiwań ich interesariuszy, np. w zakresie kontroli ryzyka, eliminowania oportunistycznych zachowań menedżerów oraz nieefektywnych systemów ich wynagradzania, oderwanych od osiągniętych przez spółki wyników finansowych i rynkowych.

Kluczową rolę w tych procesach odgrywają organy kontrolne, czyli rady dyrektorów lub rady nadzorcze spółek. Stąd często formułowany postulat – także w polskiej gospodarce – o potrzebie wzmacniania formalno-prawnej pozycji tych organów, a także zintensyfikowania ich aktywności w procesach podejmowania decyzji strategicznych w spółkach.

Bob Tricker, brytyjski autorytet uznawany za ojca nowoczesnego *corporate governance*, uważa, że rady dyrektorów oraz rady nadzorcze jako organy kontrolne nie mogą skupiać się jedynie na monitorowaniu i kontroli działalności zarządów,

lecz powinny również aktywnie uczestniczyć w procesach formułowania strategii spółek oraz w działalności doradczej wobec zarządów¹⁸.

W literaturze światowej oraz w praktyce gospodarczej od dłuższego czasu toczy się spór na temat roli rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii¹⁹. Przeciwnicy większego zaangażowania rad twierdzą, że są to organy kontrolne pozbawione wystarczającej informacji o spółce i jej otoczeniu oraz zbyt bierne, aby mogły wnieść jakąkolwiek wartość dodaną do procesu zarządzania strategicznego. Natomiast zwolennicy zwiększenia tego zaangażowania uważają, że rady nadzorcze (rady dyrektorów) są zbyt cennym zasobem spółki, a strategia jest zbyt ważna, aby pozostawić ją wyłącznie w gestii menedżerów. Z istoty własności korporacyjnej wynika, że akcjonariusze mają prawo, a nawet obowiązek troszczenia się o przyszłość spółki, a tym samym prawo do aktywnego udziału w podejmowaniu decyzji strategicznych. W ich imieniu powinny angażować się w te procesy rady spółek. Argumenty zarówno przeciwników, jak i zwolenników nie są pozbawione racji i pokazują, jak złożonym i trudnym do rozwiązania problemem jest zdefiniowanie roli rad nadzorczych w podejmowaniu decyzji strategicznych w spółkach.

Tego właśnie problemu dotyczą badania zaprezentowane w niniejszej pracy. Wpisują się one w nurt badań prowadzonych od wielu lat w Katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem (obecnie Katedrze Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa) Uniwersytetu Łódzkiego, których myślą przewodnią jest **połączenie dwóch dziedzin wiedzy**, a mianowicie ładu korporacyjnego oraz zarządzania strategicznego. Rozwijają one problemy poruszone we wcześniejszych projektach badawczych, realizowanych przez zespół pod kierunkiem naukowym prof. Jana Jeżaka na temat form i struktur sprawowania władzy w spółkach akcyjnych oraz relacji pomiędzy strukturami własnościowymi polskich spółek publicznych a ich wynikami finansowymi²⁰.

Głównym celem niniejszej publikacji jest **analiza i ocena roli rad nadzorczych w procesach formułowania oraz realizowania strategii polskich spółek giełdowych**. Realizacji tak określonego celu głównego podporządkowane zostały cztery cele poznawcze o charakterze szczegółowym:

- 1) synteza światowego dorobku badawczego na temat procesu formułowania i realizowania strategii spółek oraz na temat roli rad nadzorczych w tych procesach;

18 B. Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2009, s. 120–121.

19 A. Pugliese, P.-J. Bezemer, A. Zattoni, M. Huse, F. Van den Bosch, H. Volberda, *Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda*, "Corporate Governance: An International Review" 2009, vol. 17, no. 3, s. 292–306.

20 J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005 (raport z realizacji grantu KBN nr 1H02D00416) oraz idem (red. nauk.), *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010 (raport z realizacji grantu nr 1H02D04829).

- 2) określenie stopnia zaangażowania rad na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego;
- 3) ustalenie związków pomiędzy strukturą (liczebnością) rad nadzorczych a rodzajem strategii realizowanej przez polskie spółki giełdowe;
- 4) określenie zależności pomiędzy strukturą (stopniem różnorodności) polskich rad nadzorczych pod względem wykształcenia oraz doświadczenia zawodowego a ich zaangażowaniem w procesach formułowania i realizowania strategii.

Wiązkę celów praktycznych stanowiły:

- 1) zidentyfikowanie aktualnych kierunków zmian oraz rozwiązań wdrażanych w zakresie roli i funkcji rad dyrektorów (rozwiązania anglosaskie), a także rad nadzorczych (rozwiązania niemieckie) w procesach formułowania i realizowania strategii spółek kapitałowych;
- 2) ocena procesu doskonalenia polskich rozwiązań w zakresie roli i funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach giełdowych na tle aktualnych tendencji światowych oraz w oparciu o własne badania empiryczne;
- 3) wskazanie kierunków dalszego umacniania kontrolnych oraz doradczych funkcji polskich rad nadzorczych z punktu widzenia aktualnych standardów europejskich i światowych w tym zakresie, a także z punktu widzenia nowych realiów gospodarczych i społecznych, z jakimi muszą sobie radzić polskie spółki kapitałowe.

Trzeba podkreślić, że realizacja wyżej wymienionych celów wymagała połączenia wiedzy i doświadczenia empirycznego z dwóch różnych obszarów nauk o zarządzaniu, tj. *corporate governance* i zarządzania strategicznego.

Przy tak zaprojektowanym całościowym spojrzeniu na związki pomiędzy rolą i strukturą rad nadzorczych a ich zaangażowaniem w procesach wyboru oraz realizowania strategii staraliśmy się, aby rezultaty naszych badań były odpowiednio spopularyzowane i przedyskutowane na specjalistycznych konferencjach krajowych i zagranicznych. Ponadto niniejsza praca powinna okazać się – mamy taką nadzieję – źródłem interesujących informacji dla właścicieli spółek, członków rad nadzorczych oraz dla instytucji kształtujących i promujących w Polsce dobre praktyki korporacyjne, nie tylko w spółkach publicznych.

Zasadniczą część badań oparto na danych pierwotnych, pozyskanych bezpośrednio od członków rad nadzorczych. W przeprowadzonej analizie potrzebne dane zbierano za pomocą kwestionariusza ankiety. Kwestionariusz ten został wysłany do wszystkich członków rad nadzorczych wszystkich polskich spółek giełdowych, będących obywatelami polskimi i pełniącymi funkcje nadzorcze w polskich spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ankiety przesłano zarówno drogą elektroniczną, jak i pocztą tradycyjną. Na etapie projektowania kwestionariusza dużą uwagę zwrócono na układ graficzny kwestionariusza, jego estetykę i układ pytań.

Kwestionariusz zaprojektowany na potrzeby niniejszego badania został podzielony na dwie części (A i B). W części A znalazły się pytania dotyczące opinii respondentów na temat głównych celów funkcjonowania polskich spółek, roli rady nadzorczej na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego, funkcji rad nadzorczych oraz zmian polskiego modelu organów statutowych. Łącznie w tej części zamieszczono 12 rozbudowanych pytań. W części B zawarto pytania dotyczące profilu działalności spółek nadzorowanych przez respondentów; wielkości nadzorowanych spółek; liczby rad, w których respondenci zasiadali w trakcie badania; funkcji pełnionych przez nich w radach; doświadczenia w sprawowaniu nadzoru, profilu zawodowego i wykształcenia respondentów. W tej części znalazło się 11 pytań. Układ i treść kwestionariusza zamieszczono w aneksie do niniejszej publikacji.

W trakcie badania realizowano trzy następujące zadania empiryczne:

- 1) ocena realizowanych przez rady nadzorcze polskich spółek publicznych funkcji i zadań, ze szczególnym uwzględnieniem tych, które są związane z kreowaniem strategii spółek;
- 2) określenie roli rad nadzorczych na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego;
- 3) zidentyfikowanie czynników, które mogą przyczynić się do zwiększenia aktywności rad nadzorczych w procesie zarządzania strategicznego i wskazanie ewentualnych kierunków zmian funkcjonowania tych organów.

Badaną zbiorowość stanowili członkowie rad nadzorczych polskich spółek publicznych notowanych w 2012 r. na rynku podstawowym GPW w Warszawie. Łącznie kwestionariusze ankiety wysłano do 1928 osób, czyli całej zbiorowości członków rad polskich spółek publicznych (z wyłączeniem członków rad niebędących obywatelami polskimi). Otrzymano 86 zwrotów. Stąd próba badawcza liczyła 86 obserwacji, a stopa zwrotu kształtowała się na poziomie 4,46% (mimo dwukrotnie ponawianych prób uzyskania odpowiedzi).

Istotnym uzupełnieniem badań opartych na danych pierwotnych były badania oparte na danych wtórnych. Dane do tych badań zostały pozyskane z baz danych Amadeus oraz Datastream, jak również bezpośrednio z raportów rocznych spółek, których walory były notowane na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych na rynku podstawowym oraz na rynku New Connect w 2012 r. Celem tych badań było określenie zależności pomiędzy strukturą (a konkretnie liczebnością rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych) a strategiami dywersyfikacji oraz strategiami internacjonalizacji tych spółek. Badanie było odwzorowaniem analogicznych badań prowadzonych w różnych krajach świata na temat relacji: rady dyrektorów a strategie spółek.

Realizacja wymienionych wyżej celów miała służyć zweryfikowaniu głównej hipotezy niniejszej rozprawy, brzmiącej następująco: **rola i funkcje rad nadzorczych w procesach zarządzania strategicznego w polskich spółkach publicznych wymagają istotnych zmian formalno-prawnych oraz organizacyjno-**

-strukturalnych, prowadzących do wzmocnienia funkcji kontrolnej, a przede wszystkim funkcji doradczej polskich rad nadzorczych.

Struktura prezentowanej pracy została podporządkowana jej celom i obejmuje siedem rozdziałów, wstęp i zakończenie. Część pierwsza – teoretyczna – liczy pięć rozdziałów, przy czym rozdział pierwszy i drugi stanowią efekt studiów nad literaturą światową z zakresu zarządzania strategicznego i przedstawiają nowy kontekst oraz nowe wyzwania, na jakie powinna odpowiedzieć strategia współczesnej spółki kapitałowej. W rozdziale drugim zawarto również odpowiedź na pytanie, jak obecnie powinien wyglądać proces budowy strategii i kryteria wyboru strategii (podejście portfelowe czy podejście bazujące na kompetencjach).

W rozdziale trzecim przedstawiono jedną z kluczowych decyzji strategicznych spółki, jaką jest podział zysku, a także ukazano szerszy kontekst tej decyzji, jaką jest polityka dywidend w spółce. W kształtowaniu tej polityki biorą udział przede wszystkim właściciele spółki oraz naczelni menedżerowie, a powinni również aktywnie uczestniczyć rady nadzorcze spółek.

Z kolei rozdział czwarty i pierwsza część rozdziału piątego to prezentacja światowej i krajowej wiedzy w zakresie modeli zarządzania i nadzorowania działalności spółek kapitałowych w różnych krajach i różnych odmianach gospodarki rynkowej. W zakończeniu rozdziału czwartego, a także w rozdziale piątym skoncentrowano się na roli oraz funkcjach organów kontrolnych spółek, czyli na formalno-prawnym i faktycznym umiejscowieniu rad nadzorczych w polskim systemie *corporate governance* oraz na wskazaniu rysującej się na tym tle luki pomiędzy formalnymi i faktycznymi funkcjami polskich rad nadzorczych, którą to lukę zespół autorski zidentyfikował we wcześniejszych badaniach własnych, przeprowadzonych w latach 1999–2002 w 85 radach nadzorczych polskich spółek publicznych (w ramach realizacji grantu KBN-u nr 1H02D00416). Wyniki tych badań opublikowano w 2005 r.²¹

Wreszcie rozdziały szósty i siódmy, stanowiące część empiryczną niniejszej pracy, zawierają charakterystykę przeprowadzonych badań własnych opartych na danych wtórnych (badania wykorzystujące metodykę stosowaną powszechnie w badaniach światowych z tego zakresu) oraz opis badań opartych na danych pierwotnych, uzyskanych za pomocą kwestionariusza ankiety skierowanej w 2012 r. do wszystkich polskich spółek publicznych notowanych na rynku podstawowym GPW. Obydwa badania zostały ukończone w 2013 r. i sfinansowane przez Narodowe Centrum Nauki w Krakowie (grant nr N N115 401340). Wyniki obydwu badań zaprezentowano w końcowej części rozdziału szóstego i siódmego, a także w zakończeniu całości pracy.

Niniejsza rozprawa jest efektem długoletnich studiów i badań prowadzonych przez zespół autorski pod kierunkiem naukowym prof. Jana Jeżaka, działający w ramach Katedry Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego.

21 J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy...*, s. 89–142.

Jesteśmy wdzięczni Kierownictwu i Pracownikom Narodowego Centrum Nauki w Krakowie za udzielone nam wsparcie finansowe, bez którego przeprowadzenie niniejszych badań byłoby niemożliwe. Słowa podziękowania kierujemy również do recenzenta wydawniczego, Pani prof. Magdaleny Jerzemowskiej z Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, której uwagi i sugestie znacznie przyczyniły się – w naszym przekonaniu – do zwiększenia wartości teoriopoznawczej i aplikacyjnej niniejszej publikacji oraz jej przejrzystości.

Rozdział I

Istota i znaczenie problemu „wyboru strategii spółki”

1. Wybór strategii spółki jako problem decyzyjny

Wybór strategii spółki jest problemem decyzyjnym analizowanym od strony teoriopoznawczej, metodycznej oraz praktycznej od ponad 50 lat, a właściwie już od wielkiego kryzysu gospodarczego (lata 1929–1933). Ma jedną z najwyższych rang, jeżeli nie najwyższą w hierarchii decyzji podejmowanych na szczeblu spółki, obok takich decyzji jak utworzenie spółki lub jej sprzedaż.

Jego rangę uświadamia przedsiębiorcy często dopiero niespodziewana upadłość niedawno uruchomionego przedsiębiorstwa. Dlatego w krajach i społeczeństwach o dojrzałej gospodarce rynkowej potrzeba myślenia strategicznego oraz strategiczne zarządzanie każdym podmiotem gospodarczym jest wiedzą i praktyką biznesową o szczególnym znaczeniu mikro- i makroekonomicznym, czego najlepszym dowodem jest fakt, że wszystkie formy i poziomy edukacji menedżerskiej (ze studiami typu MBA włącznie) kończą się na ogół przedmiotem „Zarządzanie strategiczne”, zawierającym syntezę nowoczesnej wiedzy ekonomicznej i biznesowej oraz liczne studia przypadków (jako przykłady trafnych lub chybionych wyborów strategicznych), których analizowanie wspiera bogata i wielowymiarowa metodyka oceny różnych wariantów strategii przedsiębiorstwa (wypracowana w większości na gruncie i na potrzeby zarządzania strategicznego).

Wybór strategii jest decyzją o wyjątkowym znaczeniu, gdyż dotyczy on głównych, wręcz fundamentalnych kwestii, mających bezpośredni wpływ na przyszłość danej spółki. Jeżeli spółka lub jakakolwiek inna organizacja popełni w tym zakresie błędy, mogą one poważnie zagrozić egzystencji tej organizacji. Istnieje wiele przykładów z praktyki potwierdzających zasadność tego stwierdzenia. Przykładem negatywnym jest m.in. firma IBM, która na początku lat 90. XX w. znalazła się na krawędzi bankructwa z powodu zlekceważenia rozwijającego się rynku małych komputerów osobistych (PC market). Natomiast przykładem pozytywnym może być firma Hewlett-Packard, która w połowie lat 90. XX w. zdołała przełamać wieloletnią stagnację dzięki nowej strategii, polegającej na zwiększonej

elastyczności wewnętrznej (Management by Walking Around) oraz otwartości zewnętrznej, np. na alianse strategiczne¹.

Do szczególnej staranności przy wyborze strategii spółki skłaniają jej właściciele i menedżerów również następujące cechy strategii:

- jest jedyną koncepcją zarządczą dotyczącą całości podmiotu gospodarczego; obejmuje ona wszystkie obszary jego działalności oraz wszystkie funkcje biznesowe, a jako taka powinna zapewnić osiągnięcie efektów synergicznych, wynikających ze współdziałania wszystkich tych działalności i ich funkcji;
- głównym celem projektowanej strategii jest w pierwszym rzędzie zapewnienie spółce przetrwania (jako celu – minimum), a następnie jego długofalowego rozwoju poprzez kreowanie tzw. wartości dodanej – dla klientów, właścicieli oraz dla pozostałych interesariuszy przedsiębiorstwa (cel – maksimum);
- treść strategii powinna również zawierać rodzaj i zestaw działań niezbędnych dla zrealizowania sformułowanych celów, np. czy spółka zamierza koncentrować się na dotychczasowych działalnościach, czy też zamierza rozwijać swoją aktywność w nowych obszarach (nowych domenach działalności biznesowej);
- strategia powinna także programować odpowiednie wykorzystanie zasobów i kompetencji danej organizacji, jak również wykazywać – zgodnie z zasobowym podejściem do strategii – kierunki pożądanego rozwoju tych zasobów i umiejętności w celu osiągnięcia lub utrzymania przewagi konkurencyjnej nad najgroźniejszymi konkurentami lub w celu wykorzystania pojawiających się okazji²;
- ważną cechą strategii jest wreszcie tzw. strategiczne dopasowanie (*strategic fit*)³ do zmieniających się wymagań otoczenia rynkowego, sektorowego oraz społecznego – zgodnie z ideą odpowiedzialności społecznej oraz z zasadą zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa⁴.

1 R. Lynch, *Corporate strategy*, Prentice Hall, Harlow 2000, s. 6–7, 13–16.

2 B. Wernerfelt, *A Resource Based Perspective*, „Strategic Management Journal” 1984, vol. 5, no. 2 (April–June), s. 171–180; J. B. Barney, *Firm resources and sustained competitive advantage*, „Journal of Management” 1991, vol. 17, no. 1, s. 99–120; A. Campbell, M. Goold, M. Alexander, *Corporate strategy: The quest for parenting advantage*, [w:] A. Campbell, K. Sommers Luchs (eds.), *Core Competency-Based Strategy*, International Thomson Business Press, London–Boston 1997, s. 134–154; R. Krupski, *Zasoby niematerialne jako główny składnik strategii przedsiębiorstwa działającego w turbulentnym otoczeniu*, „Organizacja i Kierowanie” 2014, nr 1A, s. 87–96.

3 R. M. Grant, *Contemporary Strategy Analysis. Concepts, Techniques, Applications*, 4th ed., Blackwell Publishing, Oxford 2003, s. 13.

4 A. Jabłoński, *Modele zrównoważonego rozwoju w budowie długoterminowej wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich społecznej odpowiedzialności*, Difin, Warszawa 2013, s. 232–245.

Podstawowe zadanie strategii sprowadza się do wykorzystania mocnych stron tam, gdzie nasze szanse na sukces są najbardziej obiecujące. Ponadto – jak twierdzi Richard P. Rumelt, jeden z najbardziej znanych teoretyków zarządzania strategicznego – dobra strategia nie tylko pozwala wykorzystać już istniejące mocne strony organizacji, ale tworzy nową siłę **poprzez wewnętrzną spójność wszystkich elementów** zamierzonego działania. Większość organizacji nie ma takiej strategii. Zamiast tego gonią one za wieloma celami i zadaniami, które nie są w żaden sposób wzajemnie powiązane lub też – co gorsza – są wzajemnie sprzeczne⁵.

Przykład „dobrej” strategii można znaleźć m.in. w historii firmy Apple Inc. Otóż, gdy w 1995 r. Microsoft wypuścił na rynek swój multimedialny system operacyjny Windows 95, Apple wpadło w prawdziwą spiralę śmierci. 5 lutego 1996 r. „Business Week” zamieścił artykuł przewodni z logo Apple’a pt. *Upadek amerykańskiej ikony*. We wrześniu 1997 r. firmę dzieliły od bankructwa już tylko dwa miesiące. Wówczas Steve Jobs, który był jednym ze współzałożycieli Apple’a, zgodził się wrócić do zmienionego zarządu spółki, przyjmując funkcję „przejściowego” prezesa. Świat biznesowy nie miał jednak wielkich nadziei. Tymczasem zaledwie w ciągu roku sytuacja Apple’a uległa radykalnej poprawie. Wbrew oczekiwaniom wielu ekspertów Jobs nie przyspieszył prac nad nowymi zaawansowanymi produktami, ani też nie zajął się dopracowaniem kontraktu z firmą Sun. Zamiast tego ograniczył działalność firmy, sprowadzając ją do roli niszowego wówczas producenta sprzętu na bardzo konkurencyjnym rynku komputerów osobistych. Innymi słowy, skoncentrował działania swojej firmy na jej podstawowej działalności, która dawała firmie realną możliwość przetrwania⁶.

Należy podzielić pogląd W. Czakona, że dobra strategia powinna nie tylko pozwalać na umiejętne wykorzystanie własnych zasobów, lecz także okazji, jakie pojawiają się – często niespodziewanie – w otoczeniu spółki⁷.

Sumując wymienione wyżej cechy charakterystyczne strategii, można stwierdzić, iż **określa ona kierunek, zakres oraz sposób działania spółki w dłuższym okresie, z intencją osiągnięcia przez nią przewagi konkurencyjnej w ciągle zmieniającym się otoczeniu, głównie przez odpowiednie konfigurowanie swych zasobów i kompetencji oraz przez spełnianie oczekiwań swoich kluczowych interesariuszy**.

W uzupełnieniu powyższej charakterystyki należy dodać, że wybór strategii – jak słusznie zauważają specjaliści – jest zawsze dokonywany w warunkach **złożoności** rozstrzyganych zagadnień (np. zakres przyszłej działalności w ujęciu przedmiotowym, podmiotowym, geograficznym, międzynarodowym itd.),

5 R. P. Rumelt, *Dobra strategia. Zła strategia. Czym się różnią i jakie to ma znaczenie*, przekł. M. Kowalczyk, M. Piotrowska, Wyd. MT Biznes, Warszawa 2013, s. 17–18.

6 Ibidem, s. 19–20.

7 W. Czakon, *Sięci w zarządzaniu strategicznym*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2012, s. 147.

niepewności co do przyszłych uwarunkowań technologicznych i rynkowych, **wymogu integratywności** programowanych działań i przedsięwzięć, **sprzeczności interesów** w relacjach z partnerami zewnętrznymi (dostawcami, dystrybutorami, klientami) oraz przy prawdopodobnym **oporze przed zmianami** wewnątrz organizacji⁸.

Z drugiej strony trzeba też pamiętać, że wymagania wobec tzw. skutecznej strategii lub strategii sukcesu ciągle rosną. Niektórzy twierdzą, że taka strategia powinna spełniać co najmniej sześć następujących kryteriów⁹:

- 1) wskazywanie innym porywającego celu lub wizji;
- 2) kojarzenie atutów organizacji z szansami wynikającymi z uwarunkowań zewnętrznych;
- 3) wykorzystanie obecnego sukcesu, a jednocześnie budowanie nowych możliwości;
- 4) intensywniejsze generowanie zasobów niż ich wykorzystanie;
- 5) koordynowanie i wskazywanie działań;
- 6) reagowanie na nowe uwarunkowania, jakie pojawiają się z biegiem czasu.

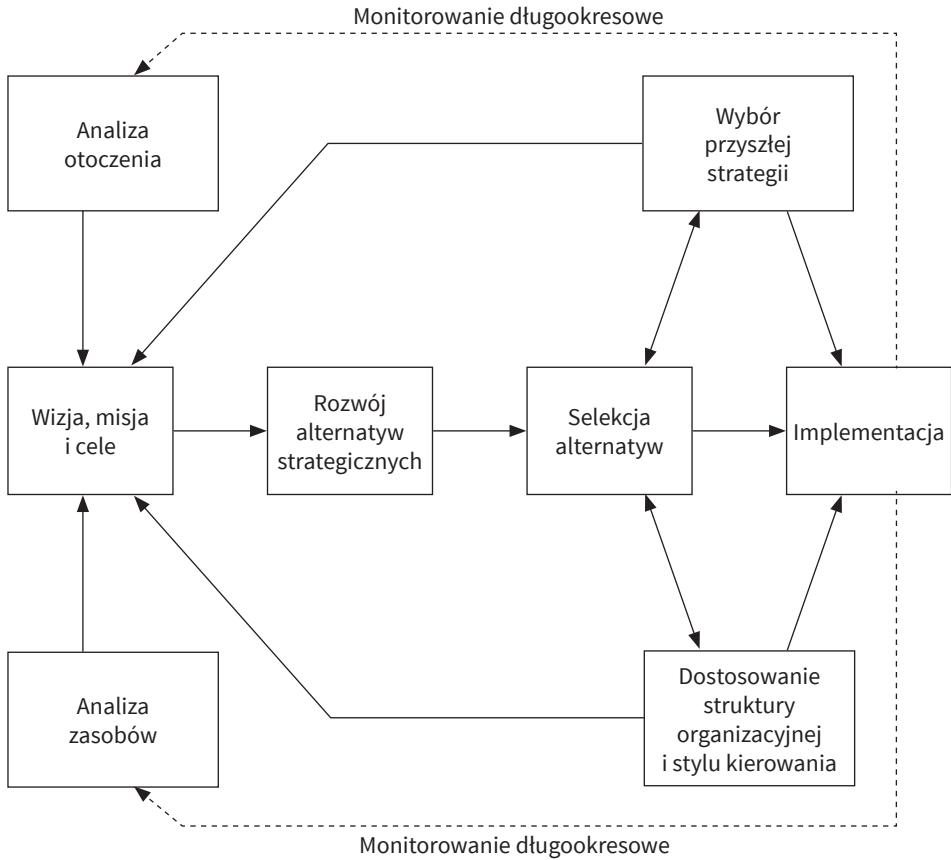
Powyższe wymagania są wynikiem kilkudziesięcioletniej ewolucji w interpretowaniu pojęcia „strategia spółki” (*corporate strategy*) oraz oczekiwań z nim związanych, stopniowo zwiększających się wraz z narastającą „nieciągłością” lub „burzliwością” otoczenia przedsiębiorstwa, głównie otoczenia rynkowego i technologicznego. Jest rzeczą oczywistą, że te wymagania i oczekiwania muszą znaleźć odpowiednie odzwierciedlenie w procesie formułowania strategii przedsiębiorstwa – zarówno w jego warstwie analityczno-diagnostycznej, jak i metodycznej oraz projektowej.

2. Zarys metodyki projektowania strategii

W podstawowej literaturze przedmiotu w zasadzie nie ma większych rozbieżności co do przebiegu procesu projektowania strategii spółki. Najbardziej typową i zarazem przejrzystą formułą tego procesu wydają się koncepcja popularyzowana przez R. Lyncha (rys. 1).

8 G. Johnson, K. Scholes, R. Whittington, *Exploring Corporate Strategy*, 8th ed., Prentice Hall – Financial Times, Harlow 2008, s. 3–6.

9 A. Sigismund-Huff, S. W. Floyd, H. D. Sherman, S. Terjesen, *Zarządzanie strategiczne. Podejście zasobowe*, przekł. M. Jania, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 201, s. 18–28.

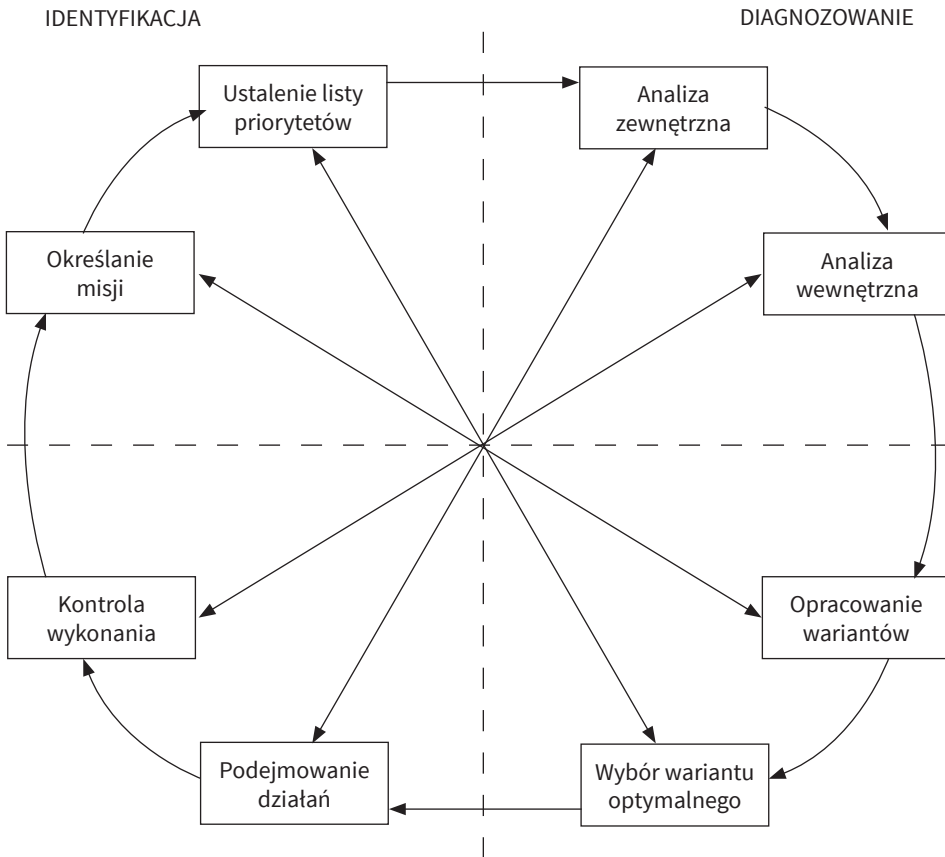


Rysunek 1. Proces projektowania strategii spółki (według R. Lyncha)
 Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. Lynch, *Corporate strategy*, Prentice Hall, Harlow 2000, s. 2.

Z rys. 1 wynika, że w procesie projektowania strategii przedsiębiorstwa można wyodrębnić pięć głównych etapów, a mianowicie:

- analizę strategiczną, na którą składa się analiza otoczenia oraz analiza zasobów własnych przedsiębiorstwa;
- formułowanie wizji, misji oraz celów strategicznych;
- rozwój alternatyw strategicznych;
- wybór alternatywy optymalnej, czyli przyjęcie przyszłej strategii;
- dopasowanie struktury organizacyjnej i stylu kierowania oraz implementację strategii.

Bardzo zbliżoną formułę tego procesu proponują B. De Wit i R. Meyer – zob. rys. 2.



Rysunek 2. Podstawowe czynności składające się na formułowanie strategii
Źródło: B. De Wit, R. Meyer, *Synteza strategii*, PWE, Warszawa 2007, s. 81.

Według B. De Wita i R. Meyera podstawowe składowe w procesie projektowania strategii to:

- identyfikacja problemów strategicznych, kończąca się określeniem misji oraz ustaleniem listy priorytetów;
- diagnozowanie, zawierające analizę zewnętrzną oraz analizę wewnętrzną;
- obmyślanie strategii, czyli opracowanie wariantów rozwoju i wybór wariantu optymalnego;
- realizacja strategii, czyli podejmowanie działań oraz kontrola jej realizacji.

Przedstawione na rys. 1 i 2 koncepcje procesu formułowania strategii spółki są do siebie podobne, przynajmniej pod względem nazw sugerowanych kroków, jak również ich sekwencji. Można powiedzieć, że stanowią swego rodzaju standard w zakresie przygotowania i dokonywania wyboru strategii, który jest obowiązkowym elementem niemal każdego podręcznika z zakresu zarządzania

strategicznego oraz każdego dokumentu korporacyjnego poświęconego aktualnej strategii firmy. Ten standard jest obecny również w pracach polskich autorów (zob. np. A. Stabryła¹⁰).

Powyższe stwierdzenie nie oznacza, że proces wyboru strategii to problem dobrze znany, rozwiązywany według utartego schematu. Przeciwnie – problem ten pozostaje nadal jednym najtrudniejszych do rozwiązania, rozszerza i zmienia się bowiem treść poszczególnych etapów tego procesu, a w ślad za tym zakres potrzebnych informacji oraz metody ich analizowania. Jest to związane m.in. z postępującą globalizacją działalności gospodarczej, nasilającą się konkurencją na rynkach produktów i usług oraz dynamicznym rozwojem nowych technologii, w pierwszym rzędzie technologii informacyjno-komunikacyjnych (*Information and Communication Technology* – ICT), które całkowicie zmieniają oblicze współczesnych organizacji, w tym współczesne zarządzanie¹¹. W odniesieniu do informacyjnego wspomaganie wyborów strategicznych problem ten rozwija szerzej K. Urbanowska-Sojkin¹².

Trzeba też wspomnieć o nowych, zwiększonych wymaganiach społecznych i ekologicznych wobec spółek, które sugerują nowy wzorzec podziału wartości dodanej spółki – przesunięcie części korzyści ekonomicznych w kierunku pracowników oraz otoczenia społecznego.

3. Nowy kontekst i nowe wyzwania dla procesu wyboru strategii spółki

Wymienione wyżej okoliczności oznaczają **nowy kontekst, nowe treści, nowe dylematy oraz nowe wyzwania** dla procesu wyboru strategii. Jednym z takich wyzwań jest zjawisko **sieci międzyorganizacyjnych**. Grupa przedsiębiorstw zgadza się współpracować ze sobą dla osiągnięcia celu, którego pojedyncze przedsię-

10 A. Stabryła, *Metodyka projektowania strategii zarządzania*, [w:] A. Potocki (red.), *Mechanizmy i obszary przeobrażeń w organizacjach*, Wyd. Centrum Doradztwa i Informacji, Difin, Warszawa 2007; A. Stabryła, *Model wyboru strategii zarządzania przedsiębiorstwem z uwzględnieniem wskaźników wykonalności*, [w:] J. Skalik, G. Bełz (red.), *Strategiczne i operacyjne problemy rozwoju i wzrostu przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.

11 J. Kisielnicki, *Pojęcie „organizacja” w świetle rozwoju technologii informacyjno-komunikacyjnej (ICT)*, „Organizacja i Kierowanie” 2014, nr 1A, s. 75–85.

12 E. Urbanowska-Sojkin, *Informacyjne uwarunkowania wyborów strategicznych*, [w:] E. Urbanowska-Sojkin (red.), *Podstawy wyborów strategicznych w przedsiębiorstwach*, PWE, Warszawa 2011, s. 209–244.

biorstwo nie może lub nie chce osiągnąć samodzielnie. Taką współpracę umożliwiają im nowoczesne technologie informacyjno-komunikacyjne. W związku z tym eksperci od zarządzania strategicznego postulują poszerzenie dotychczas praktykowanych poziomów planowania strategii o nowy poziom, jakim jest strategia sieci przedsiębiorstw¹³.

Drugim istotnym poszerzeniem procesu wyboru strategii jest rozwijająca się od wielu lat na gruncie zarządzania strategicznego problematyka **modeli biznesowych**, rozumianych jako sposób generowania zysków lub też jako konkretny plan realizacji strategii, wdrożony do systemów, procesów i struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa¹⁴. Jest to niewątpliwie rozwiązanie bardzo zbliżające proces wyboru strategii do konkretnych realiów danego przedsiębiorstwa, testujące trafność dokonanego wyboru.

Trzecim ważnym czynnikiem decydującym o charakterze procesu wyboru strategii jest potrzeba szukania w tym procesie **równowagi** pomiędzy tradycyjnym **podejściem preskryptywnym** lub designerskim (*the design school*) a tzw. **podejściem procesowym**. Według tego pierwszego wybór strategii to proces logiczny, oparty na racjonalnej analizie wyników firmy, jej zasobów oraz otoczenia zewnętrznego. Natomiast drugie podejście, zainicjowane przez H. Mintzberga¹⁵, opiera się na rozróżnieniu pomiędzy strategią zamierzoną, realizowaną oraz tzw. wyłaniającą się (*emergent strategy*), czyli taką, która wynika z indywidualnej reaktywności kierownictwa na zmieniające się otoczenie zewnętrzne¹⁶. Inaczej mówiąc, proces wyboru strategii jest procesem wielowymiarowym, obejmującym zarówno **racjonalną analizę, jak też doświadczenie, intuicję oraz emocje menedżerów i właścicieli spółek** dokonujących tego wyboru, niekiedy w sposób dość chaotyczny.

Nie trzeba szerzej uzasadniać, że we współczesnych warunkach prowadzenia działalności biznesowej podejście procesowe do wyboru strategii, oparte na **stałej otwartości na zmiany i ciągłym uczeniu się**, należy uznać za najbardziej efektywne. Wpisuje się ono zresztą w szeroko pojętą problematykę nowoczesnego zarządzania strategicznego jako **regulatora odnowy i wzrostu przedsiębiorstw**¹⁷.

13 A. Sigismund-Huff, S. W. Floyd, H. D. Sherman, S. Terjesen, *Zarządzanie strategiczne...*, s. 29–31; J. Niemczyk, *Strategia. Od planu do sieci*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2013, s. 141–158.

14 A. Osterwalder, Y. Pigneur, *Business Model Generation*, John Wiley & Sons, New York 2010, s. 15; M. Duczkowska-Piasecka, M. Poniatowska-Jaksch, K. Duczkowska-Matysz (red.), *Modele biznesu. Nowe myślenie strategiczne*, Difin, Warszawa 2013, s. 150–154.

15 H. Mintzberg, *Of strategies: Deliberate and emergent*, „Strategic Management Journal” 1985, no. 6, s. 257–272.

16 R. M. Grant, *Contemporary Strategy Analysis. Concepts...*, s. 25–27.

17 G. Bełz, *System zarządzania jako regulator odnowy i wzrostu przedsiębiorstw*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 13–14; S. Cyfert, G. Bełz, Ł. Wawrzynek, *Wpływ burzliwości otoczenia na efektywność procesów odnowy organizacyjnej*, „Organizacja i Kierowanie” 2014, nr 1A, s. 15–25.

Wreszcie, wybór strategii musi być procesem realizowanym we współpracy z właścicielami przedsiębiorstwa oraz reprezentującą ich interesy radą nadzorczą¹⁸. Dawcy kapitału ponoszą bowiem największą część ryzyka związanego z wyborem niewłaściwej strategii. Oczekiwania właścicieli i inwestorów (czyli potencjalnych właścicieli) nie mogą być zresztą lekceważone także z powodów formalno-prawnych, ujętych w statutach spółek oraz w kodeksach dobrych praktyk korporacyjnych.

Analiza wielu zjawisk i tendencji zachodzących obecnie w gospodarce światowej wskazuje, że jesteśmy świadkami daleko idących zmian w tradycyjnym modelu spółki kapitałowej, jaki uformował się i utrwalił w Europie oraz w Stanach Zjednoczonych przez pierwszych osiem dekad XX w. Model oparty na równowadze interesów właścicieli i menedżerów spółki oraz pozostałych grup interesu (pracownicy, wierzyciele, dostawcy, państwo, społeczność lokalna) podlega istotnej transformacji. Współczesny management staje dzisiaj przed wyzwaniem, jak sprostać rosnącym oczekiwaniom „nowych” aktywnych właścicieli spółek, tzw. inwestorów instytucjonalnych (fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz grupy kapitałowe lub holdingi). Ci nowi właściciele chcą przywrócić tradycyjną władzę akcjonariuszy z końca XIX w., a przede wszystkim chcą wykreować nową formę i nowy język odpowiedzialności menedżerów przed właścicielami spółki.

Ta odpowiedzialność – jak już wcześniej wspomniano – znacznie poszerzyła się w ciągu ostatnich trzech dekad o rosnące oczekiwania społeczne i ekologiczne wobec spółek. Idea odpowiedzialności społecznej oraz zasada zrównoważonego rozwoju spółki jest właśnie wyrazem tych oczekiwań i nie ulega wątpliwości, że współczesne spółki kapitałowe, zwłaszcza publiczne, muszą pamiętać przy rozstrzyganiu swoich dylematów strategicznych, że nie są one tylko bytem ekonomicznym, lecz także bytem społecznym, a niekiedy również politycznym.

18 R. Faraci, W. Shen, *Does firm ownership matter? Investors, corporate governance and strategic competitiveness in privately-held firms*, [w:] G. B. Dagnino, *Handbook of Research on Competitive Strategy*, Edward Elgar Publishing, Northampton, MA 2012, s. 536–560; J. Polowczyk, *Zarządzanie strategiczne w przedsiębiorstwie w ujęciu behawioralnym*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2012, s. 174–183.

Rozdział II

Procesy formułowania oraz realizowania strategii spółek – stan wiedzy i przegląd badań

1. Wyzwania strategiczne współczesnych korporacji – paradoksy strategii

Formułowanie oraz realizacja strategii to jedno z głównych zadań stawianych przez jej właścicieli naczelnemu kierownictwu spółki. Przy czym nie ma większego znaczenia fakt, czy sam proces organizacji władz spółki – jej głównych organów – jest zbudowany na wzór anglosaski (rada dyrektorów), czy też jest on oparty na schemacie niemieckim (występującym również w Polsce), gdzie istnieje podział pomiędzy organami na zarząd (organ zarządzający) oraz radę nadzorczą (organ nadzorujący). W obydwu wyżej wspomnianych sytuacjach jednym z kluczowych zadań stojących przed członkami tych organów jest wybór właściwej strategii dla spółki oraz dbałość o jej późniejszą realizację.

Mimo braku kwestionowania istotności samych procesów formułowania i realizacji strategii spółek, w obu powyższych systemach proces wyboru strategii nie jest wyborem prostym i jednoznacznym. Zawiera on wiele niuansów i nieścisłości, a jego podstawy, aczkolwiek oparte na wynikach kilkudziesięcioletniego rozwoju zarządzania strategicznego, nie dają prostych odpowiedzi na wiele istotnych pytań dotyczących mechanizmów prowadzenia strategicznej działalności w spółkach. Co istotniejsze, większość odpowiedzi na kluczowe dla dalszego rozwoju spółki pytania może być – przynajmniej potencjalnie – bardzo zróżnicowana. Stąd, zdaniem wielu autorów¹, można mówić o swoistych paradoksach w strategii przedsiębiorstwa, które prowadzą do szeregu dalece zróżnicowanych odpowiedzi na kluczowe pytania dotyczące dalszej działalności spółki.

Wielka zaleta, jaką jest dowolność wyboru ścieżek rozwoju strategicznego spółki, to jednocześnie jej potencjalna słabość. Ma to przede wszystkim związek

1 Przykładowo: B. De Wit, R. Meyer, *Synteza strategii*, PWE, Warszawa 2007; A. A. Lado, N. G. Boyd, P. Wright, M. Kroll, *Paradox and Theorizing Within the Resource-Based View*, "Academy of Management Review" 2006, vol. 31, no. 1, s. 115–131.

z mnogością różnych teorii i rozwiązań, które czasami są ze sobą spójne, jednak w wielu przypadkach stoją wobec siebie w opozycji. Konsekwencją tak wielu zróżnicowanych rozwiązań, czy wręcz paradoksów, jest np. konieczność utrzymywania ciągłego napięcia pomiędzy np. zasobami firmy a jej otoczeniem, czy też pomiędzy optymalizacją krótkookresowych wyników finansowych a długookresowymi celami rozwojowymi.

Spójną klasyfikację tych paradoksów prezentują de Wit i Meyer² – patrz tab. 1. Kluczowym założeniem jest tutaj przekonanie, iż w przypadku każdego z zakresów tematycznych przedsiębiorstwo może wybrać zróżnicowaną ścieżkę realizacji danego celu.

Tabela 1. Podstawowe paradoksy w strategii przedsiębiorstwa

| Zakres tematyczny | Typ paradoksu | Perspektywa strategiczna |
|-------------------------------------|--------------------------------------|---|
| Myślenie strategiczne | Logika/kreatywność | Rozumowanie racjonalne/ rozumowanie twórcze |
| Formułowanie strategii | Strategie przemyślane/ samorzutne | Planowanie/inkrementalność |
| Zmiana strategiczna | Rewolucja/ewolucja | Zmiana nieciągła/zmiana ciągła |
| Strategia na poziomie biznesu | Rynki/zasoby | Egzogeniczność/ endogeniczność |
| Strategia na poziomie korporacji | Reakcja/synergia | Portfele biznesów/kluczowe kompetencje |
| Strategia na poziomie sieci | Konkurowanie/kooperacja | Organizacja odrębna/ organizacja osadzona |
| Kontekst sektorowy | Podporządkowanie/wybór | Ewolucja sektora/kreacja sektora |
| Kontekst organizacyjny | Kontrola/chaos | Przywództwo organizacyjne/ dynamika organizacyjna |
| Kontekst międzynarodowy | Globalizacja/regionalizacja | Konwergencja globalna/ zróżnicowanie międzynarodowe |
| Cel istnienia przedsiębiorstwa | Rentowność/ odpowiedzialność | Wartość dla akcjonariuszy/ wartość dla interesariuszy |

Źródło: B. De Wit, R. Meyer, *Strategy: Process, Content, Context. An International Perspective*, International Thompson Business Press, London 1998, s. 15.

² B. De Wit, R. Meyer, *Strategy: Process, Content, Context. An International Perspective*, International Thompson Business Press, London 1998.

Pokrótkie charakteryzując każdy z powyższych paradoksów, należy stwierdzić, iż znajdują one zastosowanie w codziennej praktyce formułowania i realizacji strategii w spółkach, zwłaszcza dużych, w tym w szczególności w spółkach publicznych.

Logika/kreatywność – decyzja menedżerów dotyczy stopnia, w jakim ich działania podyktowane są żelazną logiką prowadzenia działań konkurencyjnych w sektorze wobec kreatywnego myślenia. W tej drugiej sytuacji intuicja zastępuje wiedzę, a jasna i przejrzysta artykulacja strategii jest zastąpiona działaniami innowacyjnymi. W praktyce każda spółka musi samodzielnie podjąć decyzję, jaką drogą podążać. Przeprowadzone badania wskazują, iż zarówno jedna, jak i druga ścieżka oferują rozwiązania, które mogą zakończyć się powodzeniem.

Działania przemysłane/samorzutność – w tym przypadku mamy do czynienia ze znanym z literatury przedmiotu paradoksem³, gdzie firma nie zawsze może realizować wcześniej zaplanowane i zgodne z założeniami działania strategiczne. Czasami z uwagi na zmiany założeń strategii rezygnuje się przynajmniej z części podjętych wcześniej zamierzeń. To określa się mianem strategii wyłaniających się (samorzutnych – *emergent*). Natomiast sam proces budowania strategii to gra pomiędzy trzema czynnikami: otoczeniem, biurokracją i przywództwem strategicznym. Stąd rolę naczelnego kierownictwa jest realizowanie strategii pozwalającej na jednoczesne zachowanie wewnętrznej stabilności firmy oraz adaptację do zmieniających się warunków w otoczeniu. Co więcej, zazwyczaj menedżerowie nie wiedzą z wyprzedzeniem, czy wprowadzą zmiany do realizowanej strategii, czy też zmian tych nie będzie. Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest odwlekanie decyzji, niejednokrotnie jak długo jest to tylko możliwe, celem pozyskania odpowiedniej wiedzy. Takie podejście menedżerów do procesu podejmowania decyzji natury strategicznej określane jest jako logiczne narastanie⁴.

Rewolucja/ewolucja – ten paradoks udziela odpowiedzi na pytanie, jak należy wdrażać zmiany strategiczne w firmie. Istnieją dwie skrajne możliwości: wprowadzanie zmian radykalnych bądź dokonywanie zmian w sposób ciągły, poprzez ewolucję. Pierwszy przypadek to wdrożenie terapii szokowej, cechujące się jednocześnie znacznym stopniem wewnętrznego napięcia w przedsiębiorstwie, związanym z koniecznością wprowadzenia głębokich zmian. Druga możliwość jest znacznie mniej radykalna – zamiast burzyć próbuje się zmieniać sytuację poprzez stopniową ewolucję.

Rynki/zasoby – problem, czy skupić się na metodyce dostosowania się do otoczenia, czy też dostosować otoczenie do własnych oczekiwań, jest jednym z kluczowych dylematów strategii firmy. Z praktycznego punktu widzenia nie jest to zagadnienie proste. Z jednej strony oparcie się na własnych zasobach, zorganizo-

3 H. Mintzberg, *Patterns in strategy formation*, "Management Science" 1978, vol. 24, s. 934–948.

4 J. B. Quinn, *Strategic Change: "Logical Incrementalism"*, "Sloan Management Review", Fall 1978, s. 7–21.

wanych zgodnie z kryteriami modelu VRIO⁵, powinno skutkować efektem w postaci przewagi konkurencyjnej. Z drugiej strony potencjał akceptacji i dostosowania się do sytuacji rynkowej przez firmę jest równie atrakcyjny. Firma wprawdzie nadal może kształtować i zmieniać swoje zasoby, jednak robi to zgodnie z oczekiwaniami rynku.

Reakcja/synergia – istotny dylemat natury strategicznej na poziomie spółki jako całości (grupy kapitałowej). Można zbudować jej konfigurację poprzez poszukiwanie finansowych efektów synergicznych, przy swobodzie działań dla menedżerów poszczególnych jednostek biznesowych. Mniej więcej od początku XXI w. podejście to traci na popularności, zgodnie z wyrażonym przez Prahalada i Hamela twierdzeniem, iż należy skończyć z hegemonią jednostek biznesu⁶, poszukując większej liczby obszarów, w których można osiągnąć synergii. Tym niemniej, zawężenie skali dywersyfikacji działalności przez korporacje wyłącznie do posiadanych przez nie wewnętrznych kompetencji zawęża możliwość ekspansji. Wraz z akceptacją podejścia bazującego na kluczowych kompetencjach (inaczej mówiąc: przybliżonego podejścia zasobowego) stopniowo zanikały na świecie korporacje budowane na zasadzie konglomeratu – bez ścisłego wspólnego rdzenia.

Konkurowanie/kooperacja – kolejny paradoks dotyczy zakresu współpracy z zewnętrznymi jednostkami i organizacjami. Obok relacji z dostawcami i odbiorcami istnieje trend do budowania relacji z konkurentami oraz przedsiębiorstwami spoza sektora (producenci dóbr komplementarnych). Ponadto relacje mogą dotyczyć również podmiotów z obszarów: społeczno-kulturowego, ekonomicznego, polityczno-administracyjnego i technologicznego. Nierzadko do takich sytuacji stosuje się podejście skrajnie zindywidualizowane, polegające na niemal całkowitym braku współpracy z jakimkolwiek zewnętrznym graczem, poprzez próby poszukiwania złotego środka, aż po niemal całkowite wnikanie się w długookresową współpracę z zewnętrznymi graczami celem zbudowania długoterminowych relacji.

Podporządkowanie/wyбір – tutaj podstawową kwestią jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, na ile rozwój sektora, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo, determinuje jego działanie, bądź też: jak duża swoboda działania pozostawiona jest firmie w sektorze? Na tak postawione pytanie można odpowiedzieć w dwójaki sposób: z jednej strony nawet przedsiębiorstwa najsilniejsze kapitałowo nie są w stanie długookresowo wpływać na kształt sektora w przyszłości, z drugiej – znane są przykłady firm, które były w stanie ukształtować pożądany przyszły obraz sektora, zgodny z ich oczekiwaniami. Pierwsze podejście to wpasowanie się w istniejące schematy i wzorce, zaś drugie zakłada dużą swobodę w kształtowa-

5 Oznaczającego, iż zasoby są strategicznie istotne, gdy są: cenne (*Valuable*), rzadkie (*Rare*), trudne w imitacji (*costly to Imitate*) oraz właściwie zorganizowane (*Organized*) – por. J. B. Barney, W. S. Hesterly, *Strategic Management and Competitive Advantage. Concepts and Cases*, Pearson, Upper Saddle River 2012.

6 C. K. Prahalad, G. Hamel, *The core competence of the corporation*, "Harvard Business Review", May–June 1990, s. 79–91.

niu przyszłości sektora, zwiększając znaczenie wyróżnienia się i rozrywania reguł konkurencji w sektorze wraz z kształtowaniem ich na nowo.

Kontrola/chaos – paradoks ten jest związany z zasadami implementacji strategii, nie zaś jej formułowania. Dotyczy przywództwa oraz stylu prowadzenia firmy. Z jednej strony możliwy jest autorytarny styl przywództwa, przy nadrzędnej wartości kontroli strategicznej; stopień swobody poszczególnych jednostek jest iluzoryczny, natomiast całość – silnie scentralizowana. To sytuacja charyzmatycznego lidera, który jest w stanie narzucić swój obraz przyszłości firmy i konsekwentnie wprowadzać go w czyn. Po przeciwnej stronie znajduje się inne podejście, bazujące na demokratycznym modelu podejmowania decyzji w firmie, gdzie strategia wypływa z pozornego chaosu w firmie, zarządzanej za pomocą tzw. niewidzialnej ręki.

Globalizacja/regionalizacja – dobrze znany paradoks prowadzenia działalności w skali ponadnarodowej, gdzie pomimo wcześniejszych założeń już ponad dekadę temu Rugman i Hodgetts⁷ przewidywali koniec ery strategii globalnej w firmach. Jednak każda korporacja działająca w skali ponadnarodowej ma pełny wybór – począwszy od globalizacji aż po lokalne dostosowywanie się. Pierwszy przypadek to daleko posunięta centralizacja działań przedsiębiorstwa, standaryzacja i uniformizacja produktów/usług. Z drugiej strony korporacje dostosowują się lokalnie, zgodnie z założeniem, iż pełna globalizacja nie zaspokaja niczych potrzeb, stąd jest traktowana przez klientów jako zło konieczne, z którego w przypadku uzyskania jakiegokolwiek rozsądnego wyboru chętnie rezygnują. Istnieją również stany pośrednie pomiędzy tymi dwiema skrajnościami.

Rentowność/odpowiedzialność – ostatni paradoks dotyczy odpowiedzi na pytanie: w czym interesie działa spółka – akcjonariuszy czy interesariuszy?⁸ Dylemat ten nabrał w ostatnich latach znaczenia, co wiąże się zwłaszcza z obserwowanymi naruszeniami podstawowych norm zachowań przez kilka wiodących światowych korporacji. Stawiane jest wobec powyższego pytanie: czy jedynym, wyłącznym celem działalności spółki jest słuzenie akcjonariuszom, czy też może ona próbować wdrażać szersze cele, w tym związane z jej społeczną odpowiedzialnością?

Każdy z przedstawionych powyżej dylematów rozgrywany jest na różnych poziomach podejmowania decyzji strategicznych w spółkach. Każdy z nich jest istotny, gdyż pozwala udzielić odpowiedzi na pytania związane z mechanizmami rozwoju firmy według określonych kryteriów. W obrębie każdego z powyższych paradoksów można udzielić odmiennej odpowiedzi, często łączącej się z rozwojem dyscypliny zarządzania strategicznego. Stąd celem niniejszego rozdziału

7 A. Rugman, R. Hodgetts, *The end of global strategy*, "European Management Journal" 2001, vol. 19, issue 4, s. 333–343.

8 R. E. Freeman, *Strategic management. A stakeholder approach*, Cambridge University Press, Cambridge 2010.

pracy będzie przybliżenie podstawowych mechanizmów związanych z doбором odpowiedniej strategii dla spółki, jak też ukazanie samej typologii strategii na najistotniejszym poziomie strategicznym z punktu widzenia funkcjonowania organów nadzorujących działalność spółki – strategiach na poziomie korporacji.

2. Problematyka decyzji podejmowanych na poszczególnych poziomach strategii

Systematyka podstawowych paradoksów w ramach realizowanych w spółkach decyzji natury strategicznej nie jest naturalnie kwestią zamkniętą, ograniczoną wyłącznie poprzez zaobserwowane w powyższym punkcie problemy. Należy wyraźnie nadmienić, iż wraz ze wzrostem skali i złożoności spółki rośnie również skala i złożoność decyzji strategicznych, które muszą być podejmowane przez jej kierownictwo. Ponadto wraz z postępującym zróżnicowaniem obszarów działania spółek (a więc pogłębianiem stopnia zdywersyfikowania ich działalności) wzrasta ryzyko, jak również można zaobserwować zróżnicowane podejścia nie tylko natury praktycznej (biznesowej), lecz także teoretycznej, tj. ścierające się ze sobą odmienne koncepcje (czy też szkoły) podejmowania decyzji strategicznych.

Nie wglębiając się szczególnie w rozważania dotyczące różnic pomiędzy poszczególnymi funkcjonującymi doktrynami (szkołami) strategii korporacji, należy zauważyć, iż wypracowały one zróżnicowane mechanizmy oraz narzędzia wsparcia decyzji biznesowych. Stąd warto podkreślić, iż całość rozwoju podejścia strategicznego w spółkach w swoim zasadniczym nurcie powstała na bazie jednego z dwóch podstawowych podejść: pozycyjnego bądź zasobowego. Natomiast każdy z tych dwóch nurtów czerpał w twórczy sposób z dwóch niemal całkowicie niezależnych dyscyplin naukowych: polityki biznesu (*Business Policy*) oraz ekonomii sektorowej (*Industrial Organization Economics – IO Economics*). Zgodnie z obserwacją Portera⁹ obie dyscypliny w istotny sposób przyczyniły się do rozwoju zarządzania strategicznego.

Pierwsza dyscyplina, polityka biznesu, była ściśle związana z koncepcją strategii przedsiębiorstwa, będącej procesem organizacyjnym w wielu aspektach osobnym od kontekstu struktury, zachowań i kultury przedsiębiorstwa¹⁰. Na strategię przedsiębiorstwa składają się dwa wzajemnie niezależne (analitycznie) etapy: formułowania oraz implementacji strategii. Rozwój tej dyscypliny wiązał się z praktyką gospodarczą – aspekty teoretyczne były rozwijane głównie przez akademików,

9 M. E. Porter, *The structure within industries and companies' performance*, "The Review of Economics and Statistics" 1979, vol. 61, s. 214–227.

10 K. R. Andrews, *The Concept of Corporate Strategy*, Irwin, Homewood IL 1980.

natomiast metodyka analizy strategicznej rozwijała się dzięki praktyce gospodarczej. Druga dyscyplina, ekonomia sektorowa, była całkowicie odmienna, zwłaszcza pod kątem stosowanej metodyki badawczej. Zdaniem Ghemawata¹¹ do lat 70. XX w. pojawiły się setki badań potwierdzających słuszność założeń pierwotnego paradygmatu SCP (*structure-conduct-performance*)¹². Stąd mnogość rygorystycznych badań pojedynczych sektorów oraz porównań międzysektorowych. Jednym z podstawowych założeń tej dyscypliny było istnienie barier wejścia. Teoretycy nurtu zakładali, że uczestnicy sektora w świadomy sposób zmierzają do inwestowania w bariery wejścia i dążą do sytuacji oligopolistycznej (a więc ograniczającej konkurencję). Ekonomia sektorowa wzbogaciła rozwój strategii o silne oparcie w naukowej metodologii i prawidłowym wnioskowaniu¹³.

Obydwa nurty były względem siebie komplementarne, lecz do pewnego czasu brakowało wspólnej platformy, która mogłaby umożliwić korzystanie z dorobku obydwu dziedzin nauki. Zwyczajowo przyjmuje się, że nastąpiło to w latach 1973–1980, gdy wykształciła się dyscyplina naukowa zarządzania strategicznego. Tym niemniej, pomimo wykształcenia się w zasadzie całkowicie nowej dyscypliny, jej rozwój warunkowany był doświadczeniami poprzedników, co doprowadziło do wyodrębnienia się dwóch, niemal całkowicie osobnych nurtów: pozycyjnego i zasobowego. Obydwa te podejścia rozwijały się niezależnie, w niemal tym samym czasie. Generalną prawidłowością była dominacja podejścia pozycyjnego w latach 80. XX w., zaś okres zdecydowanej dominacji podejścia zasobowego rozpoczął się około połowy lat 90. XX w. Najbardziej istotne różnice płynące z przyjęcia jednego z tych dwóch podejść będą przybliżone w kolejnym punkcie rozdziału.

Wspomniany powyżej zakres problemowy wskazuje na stopień trudności przy podejmowaniu decyzji natury strategicznej przez naczelne kierownictwa spółek (zwłaszcza dużych). Trudność ta jest w naturalny sposób wzmocniona faktem, iż decyzje te dotyczą przyszłości – zazwyczaj niepewnej. Ponadto wpływ na ich skuteczność mają decyzje podejmowane przez konkurentów, co tylko wzmocnia stopień niepewności, z którą zmagają się naczelne kierownictwa spółek. Większość spośród tych decyzji, przynajmniej potencjalnie, ma charakter wielowymiarowy. Ich podjęcie może też mieć różnorodny, nie zawsze łatwy do przewidzenia, wpływ na spółkę. Decyzje same w sobie są często postrzegane jako czynnik ryzyka.

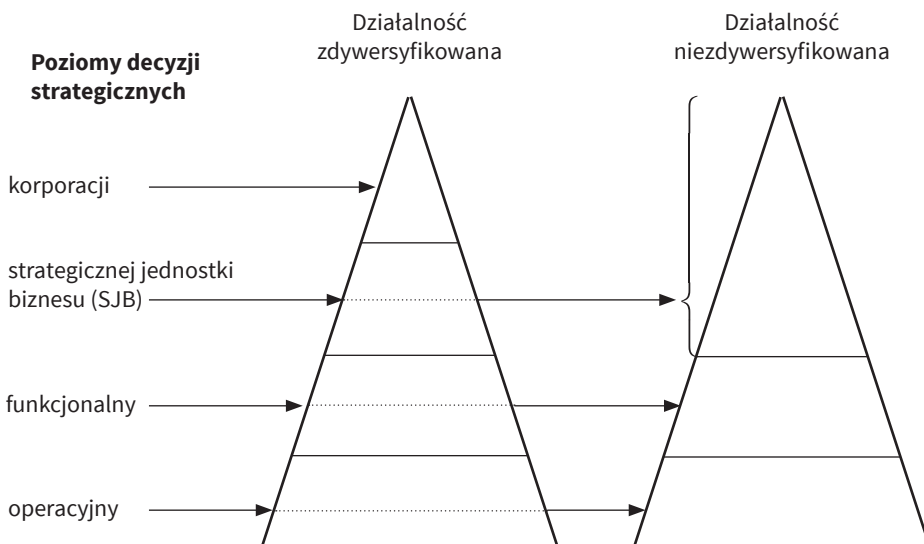
11 P. Ghemawat, *Competition and business strategy in historical perspective*, "Business History Review" 2002, vol. 76 (Spring), s. 37–74.

12 Jego podstawą było założenie, iż struktura sektora (*structure*) determinuje kierowanie przedsiębiorstwem (*conduct*), które z kolei wpływa na wyniki (*performance*) tego przedsiębiorstwa. Rezultatem powyższego rozumowania było częste pomijanie aspektu zarządzania przedsiębiorstwem – por. E. S. Mason, *Price and production policies of large scale enterprises*, "American Economic Review" 1939, vol. 29, s. 61–74; J. S. Bain, *Barriers to New Competition*, Harvard University Press, Cambridge 1956.

13 M. E. Porter, *The contributions of industrial organization to strategic management*, "Academy of Management Review" 1981, vol. 6, s. 609–620.

Tymczasem ich podjęcia nie ułatwia również zgłębianie problemu w literaturze przedmiotu, gdyż i tutaj strategiczne problemy oraz wyzwania stojące przed spółkami są postrzegane w rozmaity sposób, przy widocznych rozbieżnościach płynących zarówno z historycznych uwarunkowań genezy samej dyscypliny, jak i ze względu na znaczący rozdźwięk (czy „paradoksy”) pomiędzy poszczególnymi typami podejmowanych decyzji strategicznych. Mimo to menedżerowie mają obowiązek podejmowania trudnych decyzji, dotyczących kierunków przyszłego rozwoju spółki, które to decyzje zawsze stwarzają szerokie potencjalne spektrum możliwości.

W zasadzie całość rozważań zawartych w niniejszym rozdziale dotyczy decyzji strategicznych podejmowanych na poziomie korporacji (a więc spółki jako całości – czy też grupy kapitałowej). Istotne wydaje się jednak na tym etapie dokonanie, przynajmniej pobieżnego, rozróżnienia poziomów podejmowania decyzji strategicznych (innymi słowy – przybliżenie piramidy strategii). Jej zarys przedstawiony został na rys. 3.



Rysunek 3. Piramida poziomów decyzji strategicznych

Źródło: A. A. Thompson, A. J. Strickland, *Crafting and Implementing Strategy. Text and Readings*, 10th ed., Irwin/McGraw-Hill, Boston MA 1998, s. 45.

Należy wyróżnić cztery podstawowe poziomy podejmowania decyzji strategicznych w przedsiębiorstwie:

1. Poziom korporacji – na tym poziomie podejmowane są decyzje w zdywersyfikowanych działalnościach, co będzie przedmiotem bliższego zainteresowania w dalszej części rozdziału. W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo działa w jednym sek-

torze, nie wyodrębnia się osobnego poziomu korporacji, natomiast generalnie można zaobserwować dwa podejścia do zarządzania całą korporacją¹⁴:

- a) **podejście portfelowe** – decyzje dotyczące zarządzania korporacją dokonują się z wykorzystaniem metod portfelowych (głównie macierzy);
- b) **podejście bazujące na kompetencjach** – polegające na zarządzaniu korporacją poprzez poszukiwanie synergii między biznesami oraz kreowanie kluczowych kompetencji (na poziomie korporacji) i aplikowanie ich do poszczególnych strategicznych jednostek biznesu¹⁵.

2. **Poziom jednostki biznesu** – na tym poziomie zapadają główne decyzje co do metod walki konkurencyjnej i sposobu tworzenia oraz utrzymywania przewagi konkurencyjnej. Przykładowo, Gupta¹⁶ wyróżnia pięć typów działań podejmowanych na poziomie biznesu: zdefiniowanie skali jednostki, ustalenie jej celów, zdefiniowanie zamierzonej podstawy osiągnięcia przewagi konkurencyjnej, projektowanie sieci wartości oraz zarządzanie łańcuchem wartości.

Poziom biznesu był przedmiotem szerokiego zainteresowania badaczy. Wiele znaczących badań powstało w ramach tej dziedziny, np. dotyczących kształtowania zachowań strategicznych spółek w sektorach dojrzałych¹⁷, bazowych strategii konkurowania¹⁸ czy poszukiwania dróg rozwojowych mniejszych spółek¹⁹ (nieposiadających wymaganego w innych sytuacjach dużego udziału w rynku). Poziom biznesu odgrywa szczególnie istotną rolę zwłaszcza z punktu widzenia realizacji podstawowych celów strategicznych spółki w postaci uzyskania przewagi konkurencyjnej nad rywalami. W zdecydowanej większości przypadków odbywa się to właśnie na poziomie biznesu, a zgodnie z uwagą McTavisha²⁰, przedsiębiorstwo – szczególnie w okresie dekonunktury gospodarczej – powinno określić granice swojej ekspansji, nie wychodząc poza nie;

14 Bliżej zostaną scharakteryzowane w kolejnym punkcie rozdziału.

15 Przez strategiczne jednostki biznesu (SJB) rozumiemy wyodrębnione części przedsiębiorstwa prowadzące własną strategię konkurowania w ramach pojedynczego sektora – por. np. G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1999.

16 A. K. Gupta, *Business-unit strategy: Managing the single business*, [w:] L. Fahey, R. M. Randall, *The Portable MBA in Strategy*, Wiley 1994.

17 Por. K. R. Harrigan, *Exit decisions in mature industries*, "Academy of Management Journal" 1982, vol. 25, s. 707–732; K. R. Harrigan, M. E. Porter, *End-game strategies for declining industries*, "Harvard Business Review", July–August 1983, s. 111–120.

18 Por. np.: C. W. L. Hill, *Differentiation versus low cost or differentiation and low cost: A contingency framework*, "Academy of Management Review" 1988, vol. 13, s. 401–412; D. C. Hambrick, *Operationalizing the concept of business-level strategy in research*, "Academy of Management Review" 1980, vol. 5, s. 567–575.

19 Por. C. Y. Y. Woo, A. C. Cooper, *Strategies of effective low share businesses*, "Strategic Management Journal" 1981, vol. 2, s. 301–318.

20 R. McTavish, *One more time: What business are you in?*, "Long Range Planning" 1995, vol. 28, s. 49–60.

3. Poziom funkcjonalny i poziomy operacyjny – pozostałe poziomy podejmowania decyzji strategicznych w spółce odpowiadają za funkcje, które w zasadzie znajdują się poniżej typowych zakresów odpowiedzialności rad nadzorczych spółek. Głównym zadaniem poziomu funkcjonalnego jest tworzenie planów dla podstawowych funkcji zarządzania w spółce (np. B+R, marketing, finanse, zarządzanie zasobami ludzkimi), natomiast zadaniem poziomu operacyjnego jest bieżące zarządzanie wszystkimi aspektami działalności jednostek wchodzących w skład strategicznej jednostki biznesu – SJB (np. zakładów, centrów dystrybucyjnych).

3. Strategie na poziomie korporacji – podejście portfelowe a podejście bazujące na kompetencjach

Zasygnalizowane w poprzednich dwóch punktach bieżącego rozdziału problemy są w szczególności aktualne na poziomie korporacji – to tam rozważane są najpoważniejsze kwestie dotyczące przyszłych kierunków rozwoju całej spółki. Z reguły dotyczą one spraw przyszłych (przy czym przyszłość ta może być bliższa lub bardziej odległa czasowo), niejednokrotnie związane są z wchodzeniem w nowe obszary działalności bądź na nowe rynki. Sposobów dojścia do tych zamierzonych przyszłych pozycji jest z reguły co najmniej kilka (minimum dwa – poprzez rozwój organiczny albo przejęcia). Na tym poziomie nie zawsze można zidentyfikować w jednoznaczny sposób konkurentów, gdyż nierzadko mogą być oni zróżnicowani dla każdej z jednostek biznesowych. Podobnie zróżnicowana jest sama pozycja konkurencyjna tych biznesów w ramach poszczególnych sektorów: niejednokrotnie korporacja to zróżnicowany mix silnych i słabszych jednostek biznesowych, którymi należy we właściwy i jednoznaczny sposób zarządzać.

W tym właśnie momencie, tj. ustalenia sposobów zarządzania całością korporacji, pojawiają się kluczowe problemy strategii na poziomie korporacji. W literaturze przedmiotu wykształciły się dwa całkiem zróżnicowane podejścia do zarządzania profilem całości korporacji. Co ważniejsze, podejścia te zdominowały sposób myślenia korporacyjnego w różnym horyzoncie czasowym. Z reguły przyjmuje się, iż pierwsze z nich (podejście portfelowe) przeważało mniej więcej do połowy lat 90. XX w., natomiast później nastąpił niekwestionowany prymat podejścia bazującego na kompetencjach. Dominacja ta wynikała, przynajmniej częściowo, z rozpowszechnionej (m.in. poprzez czołowe firmy doradcze) i mocno popularyzowanej w określonym czasie idei związanej ze sposobem i mechanizmami budowania strategii na tym poziomie, a także ogólnymi mechanizmami

zarządzania profilem całości korporacji. Większość współczesnych badań dotyczących strategii na poziomie korporacji koncentruje się wokół tych właśnie problemów. Bliższe różnice pomiędzy tymi dwoma podejściami zostały przedstawione w tab. 2 i dalej pokrótce omówione.

Tabela 2. Podejście portfelowe a bazujące na kompetencjach w zarządzaniu korporacjami

| | Perspektywa portfelowa | Perspektywa bazująca na kompetencjach |
|---------------------------|----------------------------------|--|
| Nacisk na | reakcja nad synergią | synergia nad reakcją |
| Podejścia do konkurencji | konkurują w ramach biznesu | konkurują poprzez biznesy |
| Strategia konkurencji na | poziomie biznesu | poziomie korporacji |
| Kluczowy czynnik sukcesu | reakcja na potrzeby biznesu | wzmocnienie kompetencji |
| Skład korporacji | potencjalnie niespokrewniony | bazujący na kompetencjach |
| Synergia wielobiznesowa | optymalizacja <i>cash-flow</i> | szybka budowa kompetencji |
| Główne zadanie centrali | alokacja kapitału do SJB | rozwój/aplikacja kompetencji |
| Pozycja jednostek biznesu | wysoce autonomiczna | wysoce zintegrowana |
| Koordinacja pomiędzy SJB | niska, przypadkowa | wysoka, strukturalna |
| Styl kontrolowania | ustalanie wskaźników finansowych | przyłączenie do budowy strategii |
| Przejęcia dywersyfikujące | łatwe do dostosowania | trudne do zintegrowania |

Źródło: jak do tab. 1, s. 416.

Podejście portfelowe było charakterystyczne generalnie dla wczesnego rozwoju korporacji, zwłaszcza amerykańskich. Było dostosowane w istocie do potrzeb kilku największych korporacji, bazowało na kilku klasycznych metodach opracowanych przez najważniejsze i najbardziej znane firmy doradcze, takie jak np. Boston Consulting Group wraz z ich macierzą BCG²¹ czy też McKinsey i opracowana przez nich na potrzeby jednej z największych ówczesnie (i obecnie) światowych korporacji General Electric, znana pod nazwą macierzy McKinsey/GE²². To w oczywisty sposób prowadziło do zrozumienia mechanizmów i problemów związanych z zarządzaniem wielkimi korporacjami, które niejednokrotnie miały kilkanaście (bądź nawet więcej) zróżnicowanych jednostek biznesowych działających w niepokrewnych branżach. Wobec powyższego podstawowym i oczywi-

21 Więcej: B. D. Henderson, *The product portfolio*, [w:] C. W. Stern, M. S. Daimler (eds.), *The Boston Consulting Group on Strategy*, Wiley, Hoboken 2006.

22 Więcej: C. S. Fleisher, B. E. Bensoussan, *Strategic and Competitive Analysis*, Upper Saddle River, New York 2003.

stym mechanizmem zarządzania było w takim przypadku zarządzanie poprzez wskaźniki finansowe, których realizacja dawała bardzo wysoki poziom autonomii menedżerów poszczególnych jednostek biznesowych. Stało się to zresztą w późniejszym okresie jednym z podstawowych czynników prowadzących do silnej krytyki tego podejścia budowania strategii korporacyjnej, gdzie przyjęło się zwyczajowo – za Prahaladem i Hamelem²³ – nazywać taką sytuację „tyranią strategicznych jednostek biznesu”.

Pokrótkie przybliżając poszczególne czynniki charakteryzujące to podejście, należy zauważyć, iż tutaj zdecydowanie dominującym poziomem realizowanej strategii jest poziom samej jednostki biznesowej, która jest autonomiczna zarówno w zakresie budowanej przez siebie strategii konkurowania, jak i wyznaczanych do realizacji celów strategicznych. Każda z poszczególnych SJB rozwija się na tyle niezależnie, iż trudno jest mówić o uzyskiwaniu bliższych efektów synergicznych pomiędzy pojedynczymi SJB, zaś rola centrali korporacyjnej jest w zasadzie zbliżona do roli niejako skarbnika poszczególnych SJB. Stąd dominującym schematem kontroli jest styl oparty na realizacji wyznaczonych przez centralę (aczkolwiek przy znaczącym udziale zainteresowanych SJB) kolejnych wskaźników finansowych, natomiast rozwój korporacji jako całości jest w zasadzie przypadkowy, niejednokrotnie bazujący na krótkoterminowych okazjach (co często prowadziło do błędów²⁴), a nie na długoterminowej strategii. Wobec tego same centrale korporacji mogły poniekąd przypominać dzisiejsze fundusze inwestycyjne, które były zainteresowane przede wszystkim realizacją ustalonych poziomów wyników finansowych. Dodatkową cechą charakterystyczną takiego podejścia była naturalna skłonność do żywiołowego i przypadkowego dywersyfikowania profilu działalności korporacji, które to działania nie były skoordynowane z dotychczasowym składem i profilem działania korporacji, i często prowadziły do wykształcenia korporacji działających w formie konglomeratów.

Drugie podejście, kompetencyjne, opierało się na diametralnie odmiennym podejściu i filozofii zarządzania oraz budowania strategii rozwoju korporacji. Oparcie się na swego rodzaju wspólnym rdzeniu kompetencji korporacyjnych²⁵ prowadziło do doniosłych zmian zarówno w budowaniu profilu samej korporacji, jak i zasad rządzących jej zarządzaniem. W tym przypadku koniecz-

23 C. K. Prahalad, G. Hamel, *The core competence...*, s. 79–91.

24 Przykładowo, Reger i Wiseman uważają, że nadmierna ufność pokładana w metodach portfelowych doprowadziła pod koniec lat 80. XX w. do poważnych kłopotów wiele amerykańskich przedsiębiorstw, które – opierając się na wiedzy wynikającej z macierzy – decydowały o alokacji środków do nowych, bardziej atrakcyjnych sektorów, podczas gdy ich konkurenci (głównie japońscy) wzmacniali własne kompetencje w dotychczasowych biznesach i wypierali firmy amerykańskie – por. R. K. Reger, R. M. Wiseman, *Strategic Management. Creating Competitive Advantages*, McGraw-Hill, New York 1996.

25 Co nastąpiło bardzo gwałtownie wraz z szybko postępującą akceptacją poszczególnych postulatów Prahalada i Hamela – por. C. K. Prahalad, G. Hamel, *The core competence...*

ność centralnego rozwoju kompetencji oraz ich późniejszego aplikowania do poszczególnych SJB wymuszała budowę zdecydowanie bardziej spójnego profilu samej korporacji (przy charakterystycznym postulacie powrotu do źródeł konkurencyjności), ale też zmniejszała samodzielność jednostek biznesowych. W tym przypadku jednym z kluczowych mechanizmów zarządzania profilem i składem takiej korporacji było osiąganie efektów synergicznych wykraczających poza wcześniejsze synergie finansowe. Stąd centrala korporacyjna z reguły przyłączała się do budowania strategii konkurowania na poziomie poszczególnych SJB. Co więcej, konkurentów niejednokrotnie postrzegano jako kluczowych właśnie na poziomie korporacyjnym, nie zaś, jak wcześniej, wyłącznie strategicznych jednostek biznesowych.

Kluczową zmienną z punktu widzenia badań prowadzonych w ramach niniejszej pracy jest natomiast mechanizm dywersyfikowania profilu działalności korporacji. To on w największym stopniu determinuje podejmowane przez naczelne kierownictwo korporacji (w przypadku polskich spółek giełdowych są to ich zarządy i rady nadzorcze) decyzje dywersyfikacyjne. I o ile w przypadku podejścia portfelowego były one bardzo łatwe do przeprowadzenia, głównie z uwagi na niewielką spójność korporacji zbudowanych w oparciu o takie schematy, o tyle dla korporacji zarządzanych przez pryzmat kompetencji jest to zadanie znacznie trudniejsze. W tym przypadku należy dokonać takiej dywersyfikacji, która jest dostosowana do już istniejącego profilu korporacji, głównie poprzez wyraźne oparcie się na już wypracowanych i istniejących w jej ramach dotychczasowych źródłach konkurencyjności (czyli obecnych kompetencjach).

Nie wchodząc na obecnym etapie rozważań w dokonanie bliższych rozróżnień co do samego sposobu pojmowania kompetencji, należy zauważyć, iż w tym przypadku oparcie się przez kierownictwo korporacji na jednym bądź drugim schemacie determinuje w istocie przyszły zakres i sposób przeprowadzenia wielu strategii na poziomie korporacji. Tym bardziej, iż należy w jednoznaczny sposób stwierdzić, iż fakt zdecydowanie zmniejszonej popularności zarządzania korporacją opartego na podejściu portfelowym nie oznacza, iż przestało ono występować w praktyce. W tym przypadku realia praktyki gospodarczej wyraźnie wskazują, iż naczelne kierownictwa korporacji są w stanie stosunkowo płynnie i bezboleśnie przejść od jednego do drugiego podejścia, w zależności od bieżącej sytuacji gospodarczej oraz aktualnej, kształtującej się na horyzoncie okazji biznesowej²⁶. W niektórych przypadkach można wręcz mówić o swego rodzaju renesansie podejścia portfelowego²⁷ czy też o nowym podejściu do kształtowania zyskowych konglomeratów²⁸.

26 Por. P. Skat-Rordam, *Zmiany decyzji strategicznych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001.

27 W. Miles, *The Renaissance of the portfolio*, [w:] C. W. Stern, M. S. Daimler (eds.), *The Boston Consulting Group...*

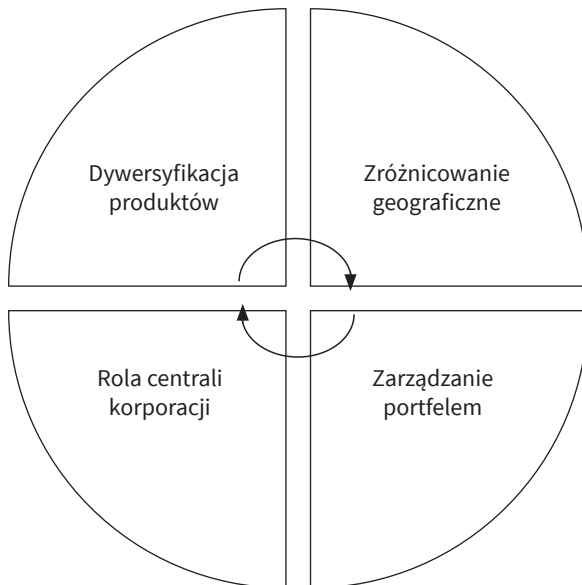
28 D. Heuskel, *Premium conglomerates*, [w:] C. W. Stern, M. S. Daimler (eds.), *The Boston Consulting Group...*

To wszystko wskazuje, iż zarówno kształtowanie się podejścia strategicznego, jak i wypracowanie samych strategii na poziomie korporacyjnym jest w dalszym ciągu intensywnie rozwijane, na co wpływają zmiany rynkowe (zwłaszcza pojawianie się globalnych klientów i konkurentów) oraz technologiczne.

4. Typologia strategii na poziomie korporacji (całej spółki – grupy kapitałowej)

Spośród wszystkich dostępnych strategii w spółkach, na wszystkich wspomnianych wyżej poziomach podejmowania decyzji strategicznych, na bliższe przybliżenie zasługują strategie realizowane na poziomie korporacji, w tym w szczególności dwie najważniejsze spośród nich: strategie dywersyfikacji oraz strategie internacjonalizacji.

Na najbardziej podstawowym poziomie funkcjonowania dużych spółek (w tym zwłaszcza grup kapitałowych) funkcjonuje proces podejmowania decyzji odnośnie zakresu działalności. Jego podstawowy schemat przedstawiony został na rys. 4.



Rysunek 4. Problematyka zakresu decyzji strategicznych na poziomie korporacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: G. Johnson, K. Scholes, R. Whittington, *Exploring Corporate Strategy. Text and Cases*, 7th ed., Prentice Hall, Harlow 2006, s. 280.

Poza wspomnianymi powyżej decyzjami, które w znacznej mierze wpływają na zakres działania spółki, jej kierownictwo musi podejmować również decyzje co do podstawowego mechanizmu kreowania wartości przez korporację. Ten zakres decyzyjny wydaje się jednak wykraczać dalece poza te – stosunkowo szczupłe – ramy wprowadzające do problematyki zakresu i skali trudności podejmowania decyzji strategicznych na poziomie korporacji.

Przez wiele lat proces podejmowania decyzji strategicznych na poziomie korporacji wzbudzał duże zainteresowanie badawcze. Można wskazać wiele różnych podejść badawczych, które kształtowały się przez lata prowadzonych badań. Na tym etapie warto przynajmniej ogólnie przybliżyć skalę i zakres prowadzonych badań, które kształtowały znaczenie i kontekst znaczeniowy pojęcia „strategia korporacji” (tab. 3).

Tabela 3. Badania w zakresie strategii korporacji – mapa literatury

| | | | | | | |
|---------|---|-----------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|--|----------------|
| do 1970 | Ewolucja strategii i struktury korporacji | Planowanie na poziomie korporacji | Sektorowe studia dywersyfikacji | Ekonomie zakresu | Analiza kosztów transakcyjnych i integracja wertykalna | Teoria agencji |
| do 1980 | | Wyniki konglomeratów | | | | |
| do 1990 | Reorganizacja i dywesticje | Dywersyfikacja a wyniki | Alianse strategiczne | Dominująca logika | | |
| do 2000 | | | | Podejście zasobowe do dywersyfikacji | Konkurencja wielorynkowa | |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. M. Grant, *Corporate strategy: Managing scope and strategy content*, [w:] A. Pettigrew, H. Thomas, R. Whittington (eds.), *Handbook of Strategy and Management*, SAGE, London 2002, s. 74.

Badania w zakresie strategii korporacji prowadzono intensywnie również w kolejnej dekadzie, przy czym pewne zasadnicze elementy charakteryzujące składowe wyróżniające strategie na poziomie korporacji były już dopracowane wcześniej. W szczególności na wyróżnienie zasługuje kontynuacja pewnych wcześniejszych wątków w zakresie strategii korporacji, przykładowo – zagadnienie podejścia zasobowego do dywersyfikacji²⁹ czy aliansów strategicznych³⁰. Tym niemniej spośród wszystkich potencjalnych strategii na poziomie korporacji na bliższe omówienie zasługują dwie: strategia dywersyfikacji oraz strategia internacjonalizacji.

29 J. B. Barney, D. N. Clark, *Resource-based Theory. Creating and Sustaining Competitive Advantage*, Oxford University Press, Oxford 2009.

30 Y. L. Doz, G. Hamel, *Alianse strategiczne. Sztuka zdobywania korzyści poprzez współpracę*, Helion, Gliwice 2006.

4.1. Strategie dywersyfikacji profilu działalności spółki

Strategia dywersyfikacji była przedmiotem wielu badań. Stosunkowo powszechnie przyjmowanym na świecie jest zaproponowany przez Rumelta³¹ klasyczny schemat podziału przedsiębiorstw z punktu widzenia stopnia dywersyfikacji na:

- niezdywersyfikowane (95–100% przychodów pochodzi z jednego rodzaju działalności),
- słabo zdywersyfikowane (70–94% przychodów pochodzi z jednego z obszarów działalności),
- silnie zdywersyfikowane (mniej niż 70% przychodów pochodzi z jednego z obszarów działalności).

Dywersyfikacja może również być również klasyfikowana z punktu widzenia stopnia zgodności (a także osiąganych efektów synergicznych) pomiędzy poszczególnymi rodzajami działalności przedsiębiorstwa. Przyjęta w opracowaniu typologia rodzajów dywersyfikacji przyjmuje za kryterium klasyfikacyjne stopień zróżnicowania rynkowego oraz technologicznego podejmowanych rodzajów działalności (tab. 4).

Tabela 4. Kierunki wzrostu przedsiębiorstwa poprzez dywersyfikację

| | | Nowe produkty | | |
|--------------------|---------|------------------------|--------------------------------------|----------------------|
| | | PRODUKTY | | |
| Nowe przeznaczenia | KLIENCI | | Pokrewna technologia | Odmienna technologia |
| | | Ten sam typ klientów | Dywersyfikacja horyzontalna | |
| | | Firma własnym klientem | Dywersyfikacja wertykalna | |
| | | Podobny typ klientów | Dywersyfikacja koncentryczna | |
| | | Nowy typ klientów | Dywersyfikacja konglomeratowa | |

Źródło: J. Jeżak, *Strategiczne zarządzanie przedsiębiorstwem. Studium koncepcji i doświadczeń amerykańskich oraz zachodnioeuropejskich*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1990, s. 109.

Badania w zakresie dywersyfikacji przedsiębiorstw prowadzone są nieprzerwanie od niemal pięćdziesięciu lat. Pierwsze wstępne badania pojawiły się w latach 60. i 70. XX w.³², później zaś „badania w zakresie strategii dywersyfikacji dosłownie eksplodowały, z uwagi na fakt, iż były one prowadzone w zakresie motywów, kierunku, mechanizmów wejścia, statusu dywersyfikacji, zarządzania zdywersyfikowaną strukturą, rozwoju systemów kontrolnych, synergii, efektów środowisko-

31 R. P. Rumelt, *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard University, Boston 1974.

32 A. D. Chandler, *Strategy and Structure*, MIT Press, Cambridge 1962; R. P. Rumelt, *Strategy, Structure...*

wych i zasobowych oraz oczywiście ogólnego wpływu na wyniki”³³. Omówienie tak wielowątkowego podejścia badawczego w znaczący sposób wykracza poza ramy bieżącego opracowania, niemniej jednak warto przybliżyć ogólny zakres występowania dywersyfikacji w największych spółkach światowych (tab. 5 i 6).

Tabela 5. Strategie na poziomie korporacji firm z listy Fortune 500 (w %)

| Spółka | 1949 | 1954 | 1959 | 1964 | 1969 | 1974 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Jednobiznesowa | 42,0 | 34,1 | 22,8 | 21,5 | 14,8 | 14,4 |
| Zintegrowana wertykalnie | 12,8 | 12,2 | 12,5 | 14,0 | 12,3 | 12,4 |
| Z dominującym biznesem | 15,4 | 17,4 | 18,4 | 18,4 | 12,8 | 10,2 |
| Zdywersyfikowana pokrewnie | 25,7 | 31,0 | 38,6 | 37,3 | 44,4 | 42,3 |
| Zdywersyfikowana niepokrewnie | 4,1 | 4,7 | 7,3 | 8,7 | 18,7 | 20,7 |
| Razem | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Źródło: jak do tab. 3, s. 76.

Tabela 6. Strategie na poziomie korporacji dużych spółek europejskich (w %)

| Kraj/spółka | 1950 | 1960 | 1970 | 1983 | 1993 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|
| Francja | | | | | |
| Pojedynczy biznes | 45 | 35 | 20 | 24 | 20 |
| Dominujący biznes | 18 | 22 | 27 | 11 | 15 |
| Dywersyfikacja pokrewna | 31 | 36 | 41 | 53 | 52 |
| Dywersyfikacja niepokrewna | 5 | 5 | 9 | 12 | 14 |
| Niemcy | | | | | |
| Pojedynczy biznes | 37 | 27 | 27 | 18 | 13 |
| Dominujący biznes | 22 | 24 | 15 | 17 | 8 |
| Dywersyfikacja pokrewna | 31 | 38 | 38 | 40 | 48 |
| Dywersyfikacja niepokrewna | 9 | 11 | 19 | 25 | 32 |
| Wielka Brytania | | | | | |
| Pojedynczy biznes | 24 | 18 | 6 | 7 | 5 |
| Dominujący biznes | 50 | 36 | 32 | 16 | 10 |
| Dywersyfikacja pokrewna | 27 | 48 | 57 | 67 | 62 |
| Dywersyfikacja niepokrewna | – | – | 6 | 11 | 24 |

Źródło: jak do tab. 3, s. 76.

33 D. D. Bergh, *Diversification strategy research at a crossroads: Established, emerging and anticipated paths*, [w:] M. A. Hitt, R. E. Freeman, J. S. Harrison (eds.), *Handbook of Strategic Management*, Blackwell, London 2001, s. 362–383.

Na podstawie danych przedstawionych w tab. 5 można wyraźnie zaobserwować znaczący wzrost zainteresowania strategiami dywersyfikacji wśród największych amerykańskich korporacji (tego dotyczy lista Fortune 500). Co ciekawe, warty odnotowania jest znaczący wzrost zainteresowania również dywersyfikacją niepokrewną (konglomeratową), który to trend widoczny był w gospodarce jeszcze w połowie lat 90. XX w., zaś później stopniowo słabło zainteresowanie tą formą dywersyfikacji działalności. Zwraca również uwagę znaczący spadek dużych spółek jednobiznesowych, co jest zresztą potwierdzeniem praktycznego znaczenia zjawiska dywersyfikacji profilu działalności przedsiębiorstwa. Właściwie liczba spółek jednobiznesowych skurczyła się niemal do liczby firm zintegrowanych wertykalnie, które z różnych powodów (często jest to bardzo duża skala działania) pozostają rozmyślnie jednobiznesowe.

Sytuacja czołowych spółek europejskich (tab. 6) jest w zasadzie analogiczna do amerykańskiej. Wprawdzie istnieją drobne różnice, zarówno pomiędzy poszczególnymi czołowymi gospodarkami europejskimi, jak i gospodarką amerykańską, tym niemniej nie sposób nie zauważyć rosnącego zainteresowania dywersyfikacją wśród czołowych spółek po obu stronach Atlantyku. Ten trend jest trwały, z wyjątkiem – jak zostało to już podkreślone – późniejszego stopniowego odejścia od dywersyfikacji konglomeratowej (te grupy kapitałowe często restrukturyzowały się do postaci grup zdywersyfikowanych koncentrycznie).

4.2. Strategie internacjonalizacji i globalizacji

Drugim z najważniejszych typów strategii na poziomie korporacji jest strategia internacjonalizacji. Tu sytuacja jest nieco odmienna niż w przypadku dywersyfikacji. Sama internacjonalizacja (czy też globalizacja) jest przedmiotem zainteresowania wielu dyscyplin naukowych, w tym spoza nauk ekonomicznych. Jest to zjawisko zarówno polityczne, kulturowe, jak i społeczne (ma także wiele innych cech). W tym wszystkim kontekst związany ze strategiami korporacyjnymi nie jest z reguły pierwszoplanowy, przynajmniej w sytuacji, gdy nie chodzi o analizowanie strategii wielkich koncernów ponadnarodowych. Tym niemniej są one obecne w gospodarkach wielu krajów – w tym również w polskiej – od lat, natomiast strategie przez nie podejmowane często determinują funkcjonowanie lokalnych sektorów czy wręcz całych gospodarek narodowych.

Na najbardziej podstawowym poziomie należy dokonać klasycznej literaturowej typologii form umiędzynarodowienia działalności spółek. Formy te są związane zarówno z podejmowanymi przez firmy decyzjami natury strategicznej (zgodnie z dylematem: globalnie czy lokalnie), jak i kluczowymi charakterystykami sektora. Podstawowy schemat wzorców rozwoju internacjonalizacji w sektorach zaprezentowany został na rys. 5.

Różne strategie spółek w zakresie podjętej decyzji dotyczącej internacjonalizacji w znacznej mierze wynikają z typu sektora, w którym one działają. Wprawdzie liczba sektorów chronionych (poza małymi, rozdrobnionymi sektorami usługowymi) wciąż się zmniejsza, jednak nie każdy z sektorów charakteryzuje się porównywalnym potencjałem w zakresie stopnia globalizacji działalności.

| | | | |
|---------------------------------------|--------|---|--|
| Poziom handlu międzynarodowego | wysoki | Sektory handlowe przestrzeń kosmiczna sprzęt zbrojeniowy wydobywanie diamentów rolnictwo | Sektory globalne samochody osobowe paliwa pędne półprzewodniki elektronika użytkowa |
| | niski | Sektory chronione kolejowy pralnie fryzjerski mleczarski | Sektory wielonarodowe towary szybko zbywalne (FMCG) bankowość inwestycyjna działalność hotelowa doradztwo |
| | | niski | wysoki |

Poziom bezpośrednich inwestycji zagranicznych

Rysunek 5. Wzorce internacjonalizacji sektorów

Źródło: R. M. Grant, *Contemporary Strategy Analysis*, 5th ed., Blackwell Publishing, Malden 2005, s. 413.

Zdaniem Tallmana³⁴ zasadniczo można mówić o dwóch głównych mechanizmach strategii internacjonalizacji/globalizacji: strategii międzynarodowej ekspansji oraz strategii integracji globalnej. Badania w tym zakresie prowadzone były na świecie już od wielu lat.

O strategii ekspansji międzynarodowej pisał Kaufmann³⁵ już w latach 70. XX w., porównując ekspansję przedsiębiorstw amerykańskich i europejskich. Później nastąpił stopniowy dalszy rozwój badań w tym zakresie – od wniosku o nieuniknionej dominacji globalnych liderów³⁶, ku rozwojowi koncepcji myślenia

34 S. Tallman, *Global strategic management*, [w:] M. A. Hitt, R. E. Freeman, J. S. Harrison (eds.), *Handbook...*, s. 464–490.

35 O. Kaufman, *Strategies of expansion and organizational developments in European and American firms*, "The Journal of Management Studies", February 1972, s. 82–96.

36 Por. np. T. Levitt, *The globalization of markets*, "Harvard Business Review", May–June 1983, s. 92–102.

globalnego i działania lokalnego³⁷, aż po przekonanie o braku możliwości wdrożenia globalnej strategii³⁸. Spośród badań na szczególną uwagę zasługują prace prowadzone przez Hassela i współpracowników³⁹ oraz Lu i Beamisha⁴⁰. Pierwsza z nich wprowadza kilka podziałów strategii internacjonalizacji firm, w tym m.in. wykorzystywany w dalszej części niniejszego opracowania podział na strategię przychodów z eksportu oraz strategię obecności finansowej na rynkach zagranicznych. Ponadto wspomniani autorzy łączą problematykę internacjonalizacji z nadzorem właścicielskim poprzez wprowadzenie drugiego rodzaju zmiennych, określających kontekst międzynarodowy badanych spółek. Druga z powyższych pozycji testuje finansowe efekty wprowadzenia strategii internacjonalizacji (dywersyfikacji międzynarodowej).

Przybliżone powyżej dwie kluczowe strategie na poziomie korporacji – czyli dywersyfikacja i internacjonalizacja – nie wyczerpują pełnego zestawu potencjalnych możliwości rozwojowych w tym zakresie. Można bowiem mówić o budowaniu aliansów strategicznych, integracji wertykalnej czy też strategii fuzji i przejęć, jednak z uwagi na formułę oraz zakres badań przyjęty w niniejszej publikacji te pozostałe strategie pozostawimy wyłącznie na poziomie ogólnego wymienienia. Jest to przede wszystkim związane z późniejszą niedostępnością danych niezbędnych do analizowania tych strategii w empirycznym rozdziale książki, gdyż w warunkach krajowych dane te dostępne są wyłącznie dla strategii dywersyfikacji i internacjonalizacji.

37 Por. np. A. Lomi, E. R. Larsen, *Interacting locally and evolving globally: A computational approach to the dynamics of organizational populations*, "Academy of Management Journal" 1996, vol. 39, s. 1287–1321.

38 A. Rugman, R. Hodgetts, *The end...*, s. 333–343.

39 A. Hassel, M. Höpner, A. Kurdelsbusch, B. Redher, R. Zugehör, *Two dimensions of the internationalization of firms*, "Journal of Management" 2003, vol. 29, s. 705–723.

40 J. W. Lu, P. W. Beamish, *International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis*, "Academy of Management Journal" 2004, vol. 47, s. 598–609.

Rozdział III

Podział zysku jako jedna z kluczowych decyzji strategicznych spółki

Zgodnie z zaleceniami dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego głównym celem działania władz spółki jest realizacja jej interesu, rozumianego jako powiększenie wartości kapitału powierzonego przez akcjonariuszy, co w długim horyzoncie czasowym może zostać osiągnięte jedynie poprzez ciągły wzrost i rozwój przedsiębiorstwa. Wobec powyższego, niezwykle istotny i złożony staje się problem dotyczący podziału zysku w spółce akcyjnej. Kwestią zasadniczą jest rozstrzygnięcie, czy z punktu widzenia pomnażania majątku właścicieli spółki bardziej korzystne jest wypłacenie im części zysku netto w postaci dywidendy, czy też reinwestycja tego zysku.

Podział zysku netto spółki jest elementem założonej strategii finansowej. Decyzje dotyczące podziału zysku netto, zgodnie z art. 395 Kodeksu spółek handlowych (k.s.h.), podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy na wniosek zarządu spółki, którego zaopiniowanie, zgodnie z art. 382 §3 k.s.h., należy do szczególnych obowiązków kontrolnych rady nadzorczej.

1. Tworzenie wyniku finansowego spółki

Zysk spółki świadczy o przyroście wartości jej kapitału¹. Wypracowanie przez spółkę zysku jest kluczowe dla jego istnienia, chociaż w początkowych etapach życia, kiedy sprzedaż jest jeszcze niewielka, a koszty wysokie, do zaakceptowania jest sytuacja, gdy spółka ponosi stratę. Ponoszenie straty w późniejszych etapach cyklu życia podważałoby sens funkcjonowania przedsiębiorstwa². Takie traktowanie zysku nie oznacza jednak powrotu do poglądu, iż maksymalizacja zysku

1 P. Wójtowicz, *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010, s. 54.

2 Ibidem, s. 54.

jest podstawowym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa. Należy się zgodzić z P. Wójtowiczem, iż „właściwe dla modelu kontraktowego odejście od maksymalizacji zysku jako celu działania w żaden sposób nie umniejsza roli samego zysku”³.

Realizując interes spółki, zarząd powinien być zainteresowany wypracowaniem odpowiedniego poziomu zysku netto w długim horyzoncie czasowym. Jak zauważa M. Sierpińska, w krótkim okresie poziom zysku może być kształtowany stosownie do celu, jaki spółka chce osiągnąć. Dla poprawy wizerunku spółki na rynku zarząd będzie podejmował działania, które stworzą tendencyjnie pozytywny obraz spółki. W sytuacji, gdy celem będzie zapobieżenie transferu zysku na zewnątrz, zostaną podjęte działania służące obniżeniu zysku netto, co da tendencyjnie negatywny obraz firmy. Sierpińska zwraca uwagę, że kształtowanie tendencyjnie pozytywnego obrazu firmy pociąga za sobą nie tylko pozytywne aspekty (poprawa wyników finansowych, co ułatwia pozyskanie nowych kapitałów, zarówno własnych, jak i obcych), lecz także negatywne, do których zalicza m.in. żądania wypłaty dywidendy czy wyższych wynagrodzeń⁴.

Zysk odgrywa kluczową rolę w ocenie działalności spółki, jest niejako miernikiem efektywności zarządzania oraz odzwierciedleniem jej udziału rynkowego, chociaż należy podkreślić, że nie jest to miernik idealny.

Rachunek zysków i strat pokazuje proces tworzenia wyniku finansowego. Wyodrębniono w nim kilka poziomów tworzenia wyniku: wynik ze sprzedaży, wynik z działalności operacyjnej, wynik z działalności gospodarczej, wynik brutto, wynik netto.

Wynik na sprzedaży stanowi różnicę pomiędzy przychodami ze sprzedaży produktów i towarów a kosztami uzyskania przychodów poniesionymi na wytworzenie tych produktów oraz na zakup towarów. Wynik na sprzedaży, skorygowany o pozostałe przychody operacyjne i pozostałe koszty operacyjne, stanowi wynik z działalności operacyjnej. Z kolei wynik z działalności operacyjnej, skorygowany o wynik na operacjach finansowych, tworzy wynik z działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Korekta wyniku z działalności gospodarczej o zyski nadzwyczajne i straty nadzwyczajne pozwala na określenie wyniku brutto. Wynik netto (zysk netto lub strata netto) różni się od wyniku brutto podatkami i innymi obowiązkowymi wypłatami pokrywanymi z wyniku brutto.

Jako miernik oceny efektywności gospodarczej często wykorzystywany jest zysk operacyjny. Koncepcja zysku operacyjnego pozwala stwierdzić, czy zaistniałe w przedsiębiorstwie problemy są związane z jego działalnością podstawową, czy też dotyczą zagadnień finansowych czy nadzwyczajnych. „Zysk operacyjny nie uwzględnia kosztów i przychodów finansowych oraz nie jest korygowany o wynik

3 Ibidem.

4 M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 29–30.

zdarzeń nadzwyczajnych. Ponadto miernik ten jest zyskiem przed opodatkowaniem⁵. Zysk operacyjny mierzy się przed uwzględnieniem strat i zysków nadzwyczajnych oraz opodatkowania, ponieważ celem jest przedstawienie skuteczności działań przedsiębiorstwa niezależnie od jego sytuacji finansowej.

Na podstawie zysku operacyjnego można konstruować mierniki rentowności, które umożliwiają porównywanie przedsiębiorstw należących do tego samego sektora, niezależnie od ich struktury finansowej.

W przeciwieństwie do zysku operacyjnego, zysk netto uwzględnia całościowe powiązanie organizacji z otoczeniem finansowym, straty/zyski nadzwyczajne, podatki oraz inne czynniki umniejszające zysk. Ocena firmy pod kątem wypracowanego zysku netto powinna dotyczyć długiego horyzontu czasowego, bowiem krótki horyzont czasowy może nie oddać wiarygodnego obrazu firmy ze względu na zmiany koniunktury, sezonowe wahania i inne.

2. Podział zysku netto w spółce akcyjnej

Zgodnie z art. 347 §1 k.s.h. akcjonariusze mają prawo do udziału w zysku wykazanym w sprawozdaniu finansowym, zbadanym przez biegłego rewidenta. Zysk rozdziela się w stosunku do liczby akcji, a jeżeli nie są one całkowicie pokryte, rozdziela się go w stosunku do dokonanych wpłat na akcje (art. 347 § 2 k.s.h.). Statut może jednak przewidzieć inny sposób podziału zysku.

Powzięcie uchwały dotyczącej podziału zysku netto w spółce akcyjnej należy do uprawnień walnego zgromadzenia akcjonariuszy (art. 395 k.s.h.). Walne zgromadzenie podejmuje decyzję o podziale zysku na wniosek zarządu, zaopiniowany przez radę nadzorczą. Walne zgromadzenie akcjonariuszy ustala wielkość dywidendy na jedną akcję w relacji do wartości nominalnej akcji.

Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych, kwota przeznaczona do podziału między akcjonariuszy nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowych i rezerwowych, które mogą być przeznaczone na wypłatę dywidendy. Kwota ta powinna zostać pomniejszona o niepokryte straty, akcje własne oraz o kwoty, które zgodnie z ustawą lub statutem powinny zostać przeznaczone z zysku na kapitały zapasowy i rezerwowe (art. 348 k.s.h.). Prawo europejskie, poprzez dyrektywę Rady Wspólnot Europejskich, zwaną Dyrektywą Kapitałową (DK) o ochronie kapitału zakładowego⁶,

5 J. Ostaszewski, T. Cikirko, *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005, s. 97.

6 Druga Dyrektywa Rady 77/91/EWG z 13.12.1976 o ochronie kapitału, „Official Journal” L 026, 31.01.1997, s. 0001–0013.

której głównym celem jest ochrona akcjonariuszy i wierzycieli, określa algorytm kwoty możliwej do podziału między akcjonariuszy.

Jak podkreśla M. Sierpińska, podział zysku netto w przedsiębiorstwie sprowadza się do trzech możliwości⁷:

- 1) pozostawienia całego zysku w spółce z przeznaczeniem na rozwój;
- 2) przeznaczenia całego zysku na wypłatę dywidend;
- 3) podziału zysku na dwie części, z których jedna pozostaje w spółce, by wspomóc jej rozwój, zaś druga zostaje wypłacona różnym interesariuszom.

Analizując cel przeznaczenia zysków zatrzymanych w spółce dobrowolnie, wyodrębnia się⁸:

- 1) podział kompletny – cała kwota zysku zostaje podzielona stosownie do obowiązujących przepisów prawa;
- 2) podział niekompletny – po naliczeniach na kapitały tworzone zgodnie z przepisami Kodeksu spółek handlowych i statutu spółki, niepodzielona kwota pozostaje jako zysk niepodzielony do dyspozycji spółki (tzw. zysk zatrzymany).

Stosownie do postanowień walnego zgromadzenia akcjonariuszy zysk może być przeznaczony na różne cele, w tym na podwyższenie kapitałów, zasilenie kapitałów zapasowych i rezerwowych, zasilenie funduszy specjalnych, dywidendę, tantiemy dla zarządu i rady nadzorczej, nagrody dla załogi, fundusz świadczeń socjalnych, cele charytatywne, darowizny⁹.

Zgodnie z art. 396 § 1 k.s.h. w spółce akcyjnej w pierwszej kolejności musi zostać utworzony kapitał zapasowy (fundusz ogólnego ryzyka w bankach), który jest przeznaczony na pokrycie ewentualnej straty. Odpisy na rzecz kapitału zapasowego dokonywane są obligatoryjnie w wysokości 8% rocznego zysku netto aż do momentu, gdy kapitał ten osiągnie wartość 1/3 kapitału zakładowego. Dalsze odpisy są dobrowolne, jednak podwyższenie kapitału zakładowego powoduje konieczność podwyższenia kapitału zapasowego.

Prawo do dywidendy ma charakter bezwzględny, co oznacza, że akcjonariusz nie może być go pozbawiony, aby jednak mógł z niego skorzystać, muszą zostać spełnione określone warunki – do najważniejszych należy wypracowanie przez spółkę zysku. Uprawnienie do udziału w zysku jest prawem nierozdzielnie związanym z faktem posiadania akcji, wynika wprost z przepisów prawa (art. 347 §1 k.s.h.).

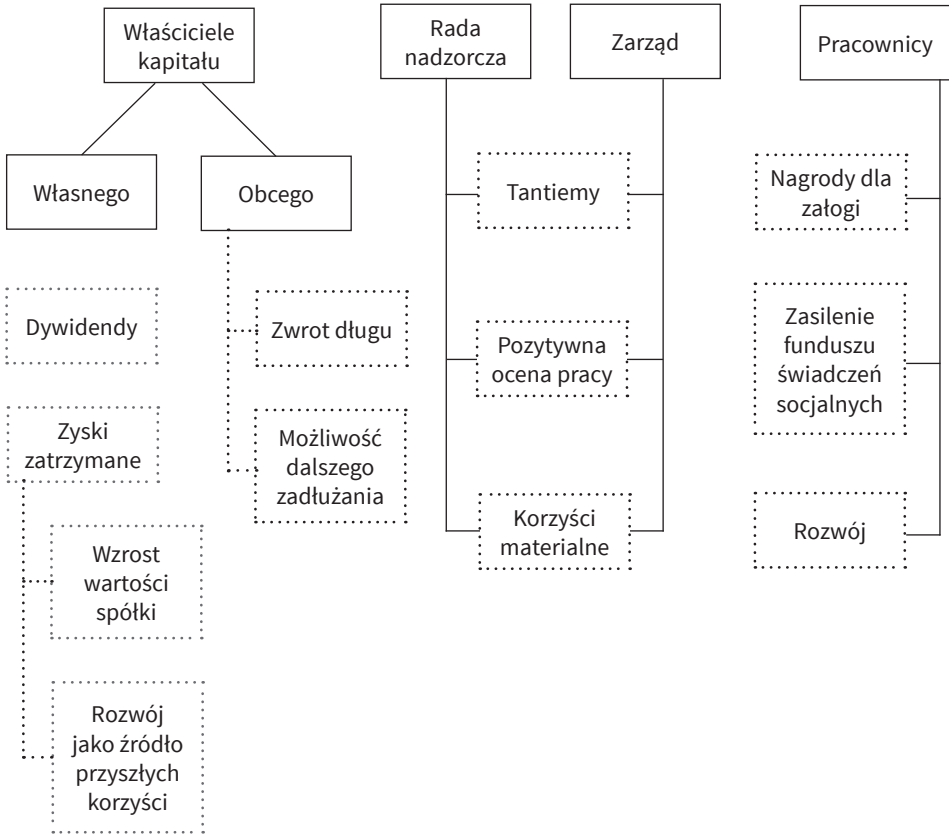
Sposób podziału zysku netto w spółce podporządkowany jest nadrzędemu celowi spółki. W praktyce zależy on od wielu czynników – głównie od potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstwa, od możliwości pozyskania kapitału na rynku, preferencji właścicieli kapitału, a także żądań pracowników spółki. Należy pamiętać, że podziałem zysku netto w spółce zainteresowanych jest wielu grup intere-

7 M. Sierpińska, *Polityka dywidend...*, s. 46.

8 *Ibidem*, s. 47.

9 *Ibidem*, s. 48–49.

su (właściciele kapitału zarówno własnego, jak i obcego, pracownicy, członkowie zarządu, członkowie rady nadzorczej). Co więcej, cele i żądania poszczególnych grup mogą być różne, a nawet sprzeczne ze sobą. Grupy interesu zainteresowane podziałem zysku netto w spółce przedstawia rys. 6.



Rysunek 6. Grupy zainteresowane podziałem zysku netto w przedsiębiorstwie

Źródło: M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 47.

Akcjonariusze – właściciele kapitału własnego – mogą być zainteresowani zarówno pozostawieniem zysku w spółce, z przeznaczeniem na jej dalszy rozwój, jak i wypłatą dywidendy. O ile akcjonariusze długoterminowi mogą wyrzec się bieżących korzyści na rzecz wzrostu i rozwoju spółki, a więc wyższych korzyści w przyszłości, o tyle akcjonariusze krótkoterminowi będą oczekiwali wypłat dywidend, które zrekompensują im zaangażowany w spółkę kapitał. Zgodnie z założeniami

teorii „wróbla w garści” (*bird in the hand* – BIHH) akcjonariusze preferują obecne, bardziej pewne wypłaty dywidendy w stosunku do przyszłych niepewnych zysków kapitałowych¹⁰.

W interesie właścicieli kapitału obcego jest, aby jak najwięcej zysku pozostało w spółce, bowiem taka sytuacja przyczynia się do poprawy wypłacalności spółki, umożliwia też spółce dalsze zadłużanie się.

Cele zarządu w stosunku do podziału zysku netto nie muszą być zbieżne z celami akcjonariuszy. Zgodnie z założeniami teorii agencji¹¹, w interesie zarządu jest, aby zysk netto zasilił kapitały spółki, dając jej możliwości rozwoju czy wręcz maksymalizacji rozmiarów, a jej zarządzającym – korzyści materialne w postaci wyższych wynagrodzeń.

Rada nadzorcza, jako organ kontrolny, ma dbać o interes spółki, a zatem opinia rady dotycząca podziału zysku netto i ewentualnej wypłaty dywidendy powinna sprzyjać realizacji misji, wizji i celu strategicznego spółki. Z drugiej strony zaś należy pamiętać o tym, że z zysku netto spółki mogą być wypłacone tantiemy dla członków rady nadzorczej czy członków zarządu.

Pracownicy spółki, zwłaszcza niebędący jej akcjonariuszami, będą zainteresowani takim podziałem zysku netto, który pozwoli na wypłacenie nagród dla załogi czy zasilenie funduszu świadczeń socjalnych. Główna troska pracowników, czyli utrzymanie miejsc pracy, będzie zaspokojona wtedy, gdy spółka będzie miała szansę na rozwój i zwiększanie swojej pozycji na rynku, a sprzyjać temu może m.in. zasilenie kapitałowe.

3. Polityka dywidend

Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych każdemu akcjonariuszowi przysługują określone prawa i obowiązki. Ogół praw akcjonariuszy można podzielić na:

- 1) prawa korporacyjne – mające na celu zapewnienie wpływu akcjonariuszy na działalność spółki oraz zapewnienie kontroli nad organami zarządzającymi i kontrolnymi spółki. Do najważniejszych praw korporacyjnych akcjonariusza należą: prawo do udziału w walnym zgromadzeniu, do po-

10 Badania, które dały potwierdzenie teorii „wróbla w garści” prowadzili: M. J. Gordon, E. Shapiro, *Capital equipment analysis: the required date of profit*, „Management Science” 1956, vol. 3, s. 102–110; M. J. Gordon, *Dividends, earnings and stock prices*, „The Review of Economics and Statistics” 1959, vol. 41, no. 2, s. 99–105; idem, *Optimal investment and financing policy*, „The Journal of Finance” 1963, vol. 18, no. 2, s. 264–272; J. Lintner, *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations*, „The Review of Economics and Statistics” 1962, vol. 44, no. 2, s. 243–269.

11 Szerzej w podrozdziale 6.

dejmowania uchwał na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, do wyboru członków rady nadzorczej, do informacji;

- 2) prawa majątkowe (udziałowe) – wynikające z akcji, które obejmują:
 - prawo do udziału z zysku spółki (prawo do dywidendy),
 - prawo poboru (prawo pierwszeństwa w objęciu nowych akcji),
 - prawo do majątku spółki w przypadku jej likwidacji (prawo do kwoty likwidacyjnej).

Prawo do uczestniczenia w podziale zysku spółki wykazanym w jej sprawozdaniu finansowym jest jednym z podstawowych praw każdego akcjonariusza i nikt nie może akcjonariusza pozbawić tego prawa (art. 347 k.s.h.). Należy jednak pamiętać o tym, że przysługujące prawo nie jest jednoznaczne z otrzymaniem części zysku. Część należnego zysku przypadnie akcjonariuszowi wtedy, gdy – po pierwsze – spółka wypracuje zysk netto w danym roku, a – po drugie – gdy walne zgromadzenie podejmie decyzję o wypłacie dywidendy.

Jak zauważa M. Sierpińska¹², wypłacanie części zysku w postaci dywidendy jest ceną za fakt posiadania akcji danej spółki, a więc dla spółki dywidenda jest swego rodzaju kosztem korzystania z kapitału powierzonych przez akcjonariuszy (akcjonariusz realizuje swoje korzyści z zainwestowanego przez niego kapitału albo poprzez wypłaty dywidend, albo poprzez wzrost cen akcji spółki, dający inwestorowi możliwość realizacji zysków kapitałowych).

Walne zgromadzenie akcjonariuszy, podejmując decyzję o wypłacie dywidendy, ustala nie tylko wysokość dywidendy na jedną akcję, lecz także harmonogram wypłaty dywidendy – dzień (lub dni) ustalenia prawa do dywidendy oraz dzień (lub dni) wypłaty dywidendy. Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych z 2004 r. doprecyzowuje dzień wypłaty dywidendy (zmiany dotyczą art. 193 § 4 i art. 348 § 4 k.s.h.). Zgodnie z nowelizacją termin przekazania dywidendy jest uzależniony od woli spółki (przed nowelizacją za dzień dywidendy uznawano dzień podjęcia uchwały o podziale zysku).

Jak podkreśla B. Horbaczewska, decyzja o wypłacie podejmowana jest co roku przez walne zgromadzenie akcjonariuszy niezależnie od decyzji podjętych w latach poprzednich¹³. Politykę dywidendy zatwierdza walne zgromadzenie akcjonariuszy, jednak rekomenduje ją zarząd, który zajmując się bieżącą działalnością spółki, ma pełną informację na temat możliwości i perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa. Istotne znaczenie opiniotwórcze i kontrolne ma rada nadzorcza, czyli organ powołany do wykonywania czynności nadzoru, który przywiązuje szczególną wagę do wypełniania przez spółkę jej misji, wizji, celu strategicznego.

¹² M. Sierpińska, *Polityka dywidend...*, s. 56.

¹³ B. Horbaczewska, *Wypłaty dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012, s. 54.

Biorąc pod uwagę częstotliwość wypłat dywidend, można je podzielić na¹⁴:

- 1) dywidendy zwykłe – wypłacane są co pewien czas:
 - a) regularne – w regularnych odstępach czasu (polskie spółki najczęściej wypłacają dywidendę raz na rok, zaś wiele amerykańskich przedsiębiorstw płaci dywidendę raz na kwartał czy nawet raz na miesiąc),
 - b) nieregularne – nie mają ustalonego czasu wypłaty;
- 2) dywidendy dodatkowe – mogą, ale nie muszą być wypłacane w przeszłości; zwykle wypłacane w okresach, gdy spółka wypracowała wysokie zyski, jednak nie na tyle stabilne, by zwiększać wartość wypłacanej dywidendy;
- 3) dywidendy specjalne – wypłacane w nadzwyczajnych okolicznościach (nie należy oczekiwać ich powtórzenia w przyszłości);
- 4) dywidendy likwidacyjne – wypłacane są w momencie zamykania części lub całości (likwidacja) działalności spółki.

Do oceny polityki dywidend prowadzonej przez spółki wykorzystuje się szereg wskaźników, m.in.:

• **Dywidenda na 1 akcję (*dividend per share, DPS*):**

$$DPS = \frac{\text{kwota_dywidendy}}{\text{liczba_wyemitowanych_akcji}}$$

Przydatność decyzyjna tego wskaźnika jest dość ograniczona, ponieważ nie informuje on bezpośrednio o opłacalności inwestycji w akcje i nie może stanowić podstawy porównań różnych spółek¹⁵. Wykorzystywany jest do oceny polityki dywidend prowadzonej przez spółkę, jednak przede wszystkim służy do obliczania innych wskaźników opisujących politykę dywidend. Jak zauważa M. Wypych, wskaźnik DPS uwzględnia zarówno dywidendy wypłacone z wyniku finansowego danego roku, jak i dywidendy wypłacone z zysków zatrzymanych z lat poprzednich¹⁶.

• **Stopa dywidendy (*dividend yield ratio, DYR*):**

$$DYR = \frac{\text{dywidenda_na_1_akcję}}{\text{cena_rynkowa_akcji}} \times 100$$

Stopa dywidendy stanowi relację kwoty dywidendy na 1 akcję do ceny rynkowej akcji na konkretny dzień notowań, w związku z powyższym wskaźnik DYR może być wykorzystany do oceny efektywności inwestycji w akcje danej spółki.

14 M. Sierpińska, *Polityka dywidend...*, s. 58.

15 M. Wypych, *Strategia wysokich dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008, nr 9, s. 325.

16 Ibidem, s. 325–326.

Wskaźnik może służyć do porównania efektywności inwestycji w akcje różnych spółek czy do porównań z innymi stopami procentowymi rynku finansowego.

- **Stopa wypłaty dywidendy (*dividend payout ratio*, DPR):**

$$DPR = \frac{\text{dywidenda_na_1_akcję}}{\text{zysk_netto_na_1_akcję}} \times 100$$

Wskaźnik DPR informuje o tym, jaka część zysku netto została przeznaczona na wypłatę dywidendy; inaczej mówiąc – pokazuje udział dywidendy w zysku po opodatkowaniu. Wskaźnik jest wykorzystywany do oceny polityki dywidendowej spółki, należy jednak pamiętać o pewnych jego ograniczeniach. M. Wypych zauważa, że w polskich warunkach niska wartość wskaźnika nie musi oznaczać, że pozostała po wypłaceniu dywidendy część zysku netto zostaje zatrzymana w przedsiębiorstwie, bowiem z zysku netto mogą być wypłacane tantiemy dla zarządu i rady nadzorczej, nagrody dla pracowników czy finansowane inne cele o charakterze socjalnym¹⁷.

M. Kowerski¹⁸ zwraca uwagę, iż wskaźnik trudno zinterpretować w sytuacji, gdy spółka notuje stratę, a dywidenda wypłacana jest z kapitałów rezerwowych. Może także wprowadzać w błąd w razie liczenia przeciętnych sektorowych stóp wypłat dywidendy, gdy w analizie występują sektory z dużym udziałem strat netto. Dlatego też często proponuje się analizowanie dywidendy na 1 akcję w relacji do wartości aktywów na 1 akcję, wartości sprzedaży na 1 akcję czy kapitałów własnych na 1 akcję – zmiennych, które w zasadzie zawsze przyjmują wartości dodatnie¹⁹.

- **Wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto (*cover ratio*, CR):**

$$CR = \frac{\text{zysk_netto_na_1_akcję}}{\text{dywidenda_na_1_akcję}}$$

Wskaźnik CR informuje o tym, ile zysku netto przypada na 1 zł zysku przeznaczonego na dywidendę. Biorąc pod uwagę fakt, że źródłem wypłat dywidendy mogą być nie tylko zyski wypracowane przez spółkę w danym roku, lecz także zyski zatrzymane z poprzednich okresów, wskaźnik CR może przyjmować różną postać²⁰:

$$\frac{\text{zysk_netto_na_dany_rok_obrotowy}}{\text{zysk_netto_przeznaczony_na_dywidendę}}$$

17 Ibidem, s. 327.

18 M. Kowerski, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość 2011, s. 17.

19 Ibidem, s. 17.

20 M. Wypych, *Strategia wysokich dywidend...*, s. 327–328.

W tym ujęciu wskaźnik CR jest odwrotnością wskaźnika DYR i informuje, ile zysku netto przypada na 1 zł zysku przeznaczanego na dywidendy.

$$\frac{\text{zysk_netto_na_dany_rok_obrotowy}}{\text{kwoty_dywidend_wyplaconych}}$$

Jeżeli na wypłatę dywidendy wykorzystano zyski z lat poprzednich, wówczas poziom tego wskaźnika będzie niższy od jedności.

$$\frac{EPS}{DPS}$$

Wartość tak obliczonego wskaźnika CR zmienia się wraz ze zmianą wskaźnika EPS, obliczanego na podstawie wyniku finansowego za ostatnie cztery kwartały po opublikowaniu przez spółkę sprawozdania finansowego. Może stanowić dodatkowe kryterium oceny polityki dywidend.

Spółki realizujące politykę dywidend dokonują wypłaty według określonego modelu. W praktyce najczęściej stosowanymi modelami wypłaty dywidend są²¹:

- 1) polityka stabilnej wielkości dywidendy,
- 2) polityka stabilnej stopy wypłaty dywidendy,
- 3) rezydualna polityka dywidendy.

Polityka **stabilnej wielkości dywidendy** polega na zapewnieniu **względnie stałej lub rosnącej dywidendy** na jedną akcję w dłuższym horyzoncie czasowym, co wynika z założenia, że płacenie stabilnych dywidend przyczynia się do wzrostu cen rynkowych akcji i świadczy o dobrej kondycji finansowej spółki, natomiast wahające się dywidendy prowadzą do niepewności, a zatem do niższej ceny²². Realizacja tego typu polityki wiąże się z utrzymywaniem stałej wielkości dywidendy w przyszłości, niezależnie od wahań osiągniętych zysków.

Spółki stosujące **politykę stabilnej stopy** wypłat dywidendy dążą do utrzymania stałego poziomu wskaźnika wypłat dywidendy, a więc procentowo określonej części zysku netto osiągniętego w danym roku. W przypadku tej strategii stopa wypłat dywidendy uzależniona jest od wielkości wyniku finansowego netto spółki, zatem wielkość dywidendy będzie się zmieniała wraz ze zmianą zysków przypadających na jedną akcję. Zaletą strategii z punktu widzenia spółki jest wyeliminowanie groźby pogorszenia płynności finansowej. Wadą z punktu widzenia akcjonariuszy jest niepewność co do wielkości dywidendy, bowiem może ona ulegać znacznym wahanom, proporcjonalnie do zmiany zysku na akcję²³.

21 M. Sierpińska, *Polityka dywidend...*, s. 95 i n.

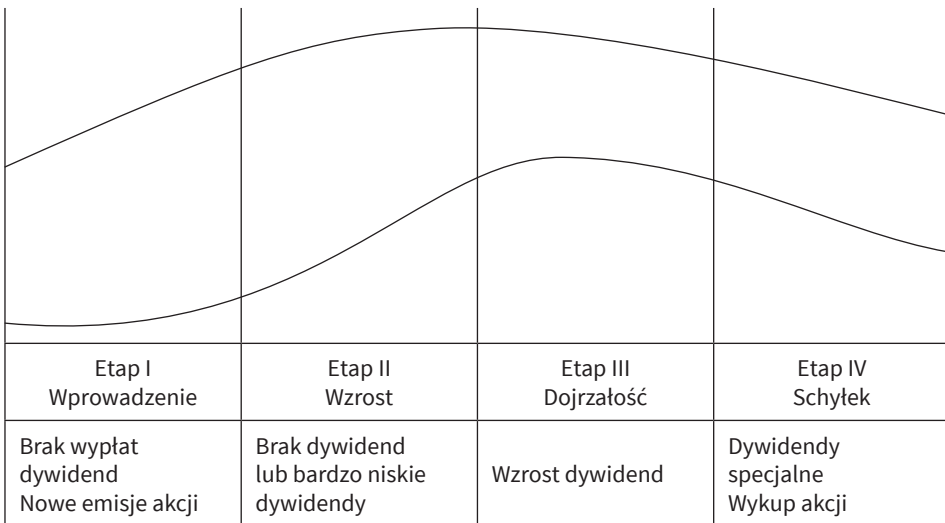
22 M. Wypych, *Nadzór właścicielski a polityka dywidend w polskich spółkach publicznych*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa z teorii i praktyki zarządzania*, Wyd. Naukowe Novum, Płock 2002.

23 J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 2000, s. 265 i n.

Modyfikacją analizowanej polityki jest **polityka docelowego wskaźnika wypłat dywidend**, zgodnie z którą spółki ustalają docelowy wskaźnik wypłat dla długiego horyzontu czasowego, natomiast w krótkim okresie dopuszczalna jest możliwość wahań.

Rezydualna (nadwyżkowa) polityka traktuje potrzeby inwestycyjne spółki jako nadrzędne w stosunku do decyzji dotyczących wypłaty dywidend, dlatego wielkość wypłacanej dywidendy jest zależna nie tylko od poziomu wygosparowanego zysku, lecz także od potrzeb inwestycyjnych. W tym przypadku spółki nie określają docelowych wskaźników wypłat, ponieważ wskaźniki te zmieniają się zależnie od kwoty wygosparowanego zysku oraz planów inwestycyjnych spółki²⁴.

Polityka dywidend jest ściśle powiązana z cyklem życia spółki (rys. 7).



Rysunek 7. Polityka dywidend a cykl życia przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Damodaran, *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley & Sons, New York 1997, s. 547.

Każda z faz cyklu życia przedsiębiorstwa (spółki) charakteryzuje się innymi możliwościami inwestycyjnymi, innym zapotrzebowaniem na środki finansowe, co w efekcie przekłada się na decyzje podejmowane w firmie, w tym na decyzje dywidendowe. Przedsiębiorstwo będące w początkowych fazach cyklu życia, posiadające duże potrzeby inwestycyjne, zwykle nie wypłaca dywidend. W fazie silnego wzrostu potrzeby inwestycyjne są zwykle nadal duże, spółka zatrzymuje zysk lub wypłaca niewielkie dywidendy. Zgodnie z teorią cyklu życia (*life-cycle*

24 M. Sierpińska, *Polityka dywidend...*, s. 103–104.

theory)²⁵ dopiero spółki dojrzałe, zazwyczaj posiadające mniejsze możliwości inwestycyjne, a zatem mniejsze potrzeby kapitałowe na sfinansowanie inwestycji, są skłonne do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami.

4. Istota wykupów akcji własnych

Inną możliwością realizacji korzyści dla akcjonariuszy poprzez transfer gotówki jest nabycie przez spółkę własnych akcji (w literaturze anglojęzycznej stosowane jest określenie *share repurchase*, w literaturze amerykańskiej – *buy-back*).

Co istotne, skup akcji własnych jest dopuszczalny jedynie w określonych sytuacjach. Podstawą regulacji nabywania akcji własnych na obszarze prawa wspólnotowego jest druga dyrektywa Rady WE z dnia 13 grudnia 1976 r. Szczegółowe zalecenia dla ustawodawców państw członkowskich na temat programów skupu akcji własnych zostały ujęte w rozporządzeniu Komisji Wspólnot Europejskich nr 2273/2003²⁶. Największy zakres swobody w nabywaniu akcji własnych mają spółki amerykańskie i kanadyjskie²⁷.

Wykup i umarzanie akcji własnych na rynku polskim regulowane było do końca 2000 r. przepisami Kodeksu handlowego, zgodnie z którym spółka nie mogła nabywać akcji własnych – wyjątkiem było nabycie w drodze egzekucji na zabezpieczenie roszczeń spółki, których nie można było zaspokoić z innego majątku dłużnika oraz nabycie w celu umorzenia. Aktem prawnym regulującym obecnie zasady nabywania i umarzania akcji własnych w Polsce jest ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, obowiązująca od 1 stycznia 2001 r., która określa cele, skalę oraz zasady skupu akcji własnych. Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych (art. 362 i 366 k.s.h.) spółka nie może nabywać akcji własnych poza pewnymi wyjątkami, których lista została poszerzona w stosunku do poprzedniego aktu prawnego. Jednym z wyjątków jest nabycie akcji w celu ich umorzenia. Pozostałe dotyczą m.in.:

- nabycia akcji w celu zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzi;
- nabycia akcji, które mają być zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat;

25 G. Grullon, R. Michaely, B. Swaminathan, *Are dividends changes a sign of firm maturity?*, "Journal of Business" 2002, vol. 75, no. 3, s. 387–424.

26 T. Słoński, *Analiza wpływu wspomaganego długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012, s. 61.

27 B. Horbaczewska, *Wyплаты dla акционеров...*, s. 59.

- spółki publicznej nabywającej akcje w celu wypełnienia zobowiązań wynikających z instrumentów dłużnych zamiennych na akcje.

Decyzję dotyczącą nabycia akcji własnych czy decyzję dotyczącą ich umorzenia podejmuje, podobnie jak w przypadku wypłaty dywidendy, walne zgromadzenie akcjonariuszy przez podjęcie odpowiedniej uchwały. Rada nadzorcza może tu pełnić funkcję doradczą.

Umorzenie akcji własnych oznacza likwidację papierów wartościowych w formie, w jakiej zostały wydane i likwidację wszelkich praw w nich inkorporowanych. W wyniku tej operacji zmniejsza się liczba akcji wyemitowanych przez spółkę, zmniejsza się wartość kapitału akcyjnego, zaś bez zmian pozostaje wartość nominalna akcji²⁸.

Jak zauważa B. Horbaczewska, zarówno wykup akcji, jak i ich umorzenie zmniejszają wartość kapitału własnego, jednak tylko umorzenie jest ostateczną likwidacją potwierdzoną zmianami w statucie spółki, natomiast wykup wymaga jedynie korekty kapitału własnego o odpowiednie pozycje bilansowe²⁹.

Skup akcji powoduje zmniejszenie liczby akcji na rynku, w efekcie czego można spodziewać się wzrostu wskaźników finansowych (EPS, ROE), co powinno sprzyjać wzrostowi kursu akcji na rynku. Akcjonariusze, którzy odsprzedają posiadane akcje, zrealizują korzyść w postaci zysku kapitałowego, natomiast ci, którzy nie odsprzedają akcji spółki, zyskają ze względu na wzmocnienie ich pozycji w spółce, w efekcie czego wzrosną ich potencjalne przyszłe korzyści.

Jak podkreślają G. Grullon i D. L. Ikenberry, istnieje wiele motywów przeprowadzania operacji wykupu akcji. Istotne znaczenie ma poprawa wyników ekonomicznych, niedowartościowanie kursów akcji spółki czy zmiana struktury kapitału³⁰.

Informacja o skupie akcji własnych odbierana jest przez rynek pozytywnie, gdyż panuje przekonanie o tym, że zarząd spółki ma dobre prognozy co do jej przyszłych wyników³¹. Ponadto, Brav, Graham, Harvey i Michaely twierdzą, że skup akcji własnych jest często sygnałem, iż zarząd nie zgadza się z obecną wyceną spółki przez rynek³². Dittmar³³ jest zdania, że najistotniejszym motywem operacji typu *buy-back* jest niedowartościowanie akcji spółki. Wskazuje on też na wykorzystanie skupów akcji własnych w celu transferu wolnych przepływów pieniężnych dla akcjonariuszy.

28 Ibidem, s. 58.

29 Ibidem.

30 G. Grullon, D. L. Ikenberry, *What do we know about stock repurchases?*, "Journal of Applied Corporate Finance" 2000, vol. 13, no. 1, s. 31–51.

31 Ibidem, s. 31–51.

32 A. Brav, J. R. Graham, C. R. Harvey, R. Michaely, *Payout policy in the 21st century*, "Journal of Financial Economics" 2005, vol. 77, s. 483–527.

33 A. K. Dittmar, *Why do firms repurchase stock?*, "The Journal of Business" 2000, vol. 73, no. 3, s. 331–355.

Zgodnie z wynikami badań prowadzonych na rynku polskim przez T. Słońskiego³⁴ niedowartościowanie cen akcji ma dominujące znaczenie wśród motywów podejmowania tego typu operacji – dotyczyło to około 78% ogólnej liczby wykupów przeprowadzonych w latach 2005–2010. Co istotne, spółki najczęściej skupują akcje własne celem ich umorzenia (tab. 7).

Tabela 7. Motywy przeprowadzenia skupu akcji przez polskie spółki giełdowe w latach 2005–2010

| Cel skupu | Liczba spółek |
|--|---------------|
| Niedowartościowanie/w celu umorzenia | 70 |
| Niedowartościowanie/w celu odsprzedaży | 16 |
| Program motywacyjny pracowników | 9 |
| Przekazanie akcji akcjonariuszom spółki przejętej | 4 |
| Stabilizacja kursu akcji | 1 |
| Uporządkowanie struktury akcjonariatu | 1 |
| Przeciwdziałanie rozwodnieniu | 1 |
| Pozyskanie <i>tresury stock</i> (spółka zagraniczna) | 1 |
| Większość możliwych powodów podana jednocześnie | 4 |
| Brak informacji o motywach skupu | 5 |

Źródło: T. Słoński, *Analiza wpływu wspomaganego długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012, s. 71.

Jak wynika z tab. 7, pozostałe powody skupu akcji własnych – poza realizacją programu motywacyjnego i przekazaniem akcji akcjonariuszom spółki przejętej – mają w zasadzie marginalne znaczenie.

Wyniki badań przeprowadzonych przez A. Pieloch na grupie 24 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, prowadzących działalność w sektorach przemysłowym, handlowym, usługowym, które chociaż raz w okresie 2004–2007 przeprowadziły procedurę wykupu i umorzenia akcji własnych, pokazują, że w większości przypadków głównym celem nabycia akcji, a następnie ich umorzenia była chęć uporządkowania struktury akcjonariatu³⁵.

34 T. Słoński, *Analiza wpływu wspomaganego długiem wykupu akcji...*, s. 70–71.

35 A. Pieloch, *Zysk netto jako źródło finansowania wykupu i umorzenia akcji własnych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Folia Oeconomica” 2010, vol. 236, s. 87–102.

5. Relacja pomiędzy dywidendą pieniężną a skupem akcji w świetle teorii finansów

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że nabycie akcji własnych jest narzędziem bardziej elastycznym w stosunku do wypłaty dywidendy. Elastyczność ta wynika z możliwości rozłożenia procesu w czasie, zawieszenia go, a nawet zaniechania przeprowadzenia już ogłoszonego wykupu, co nie może mieć miejsca w przypadku wypłaty dywidendy³⁶. Elastyczność operacji wykupu akcji własnych związana jest także z fakultatywnością i selektywnością procesu³⁷. Fakultatywność oznacza, że akcjonariusze mają prawo do odsprzedaży akcji, ale nie są do tego zobowiązani. Sелеktywność odnosi się do faktu, iż wykup – w przeciwieństwie do wypłaty dywidendy – obejmuje jedynie określonych akcjonariuszy.

Dyskusje na temat relacji pomiędzy dywidendą pieniężną a wykupem akcji rozpoczęły się wraz z pracami Millera i Modiglianiego. Według teorii nieistotności dywidend Millera i Modiglianiego³⁸ wykup akcji własnych oraz wypłaty dywidend są na rynkach efektywnych idealnymi substytutami. Rezydualna gotówka może być wypłacona akcjonariuszom albo poprzez dywidendy, albo poprzez skup akcji.

Zgodnie z teorią agencji Eastebrooka³⁹ i Jensena⁴⁰ wypłacanie nadmiaru gotówki może być narzędziem służącym do kontrolowania działań menedżerów. Z tego punktu widzenia w zasadzie nie ma znaczenia, czy nadmiar gotówki zostanie wypłacony poprzez realizację wypłaty dywidend czy też skup akcji własnych. Grullon, Michael i Swaminathan⁴¹ zauważają, że większość teorii sygnałów wskazuje, iż dywidendy i skup akcji są substytucyjne. Inaczej twierdzą John i Williams⁴², według których omawiane narzędzia nie są stosowane zamiennie.

36 A. Pieloch, *Rozważania nad substytucyjnością wypłaty dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych na przykładzie polskich spółek publicznych*, „Folia Oeconomica” 2011, nr 256, s. 117–140.

37 A. Kusak, *Jakie są finansowe konsekwencje podziału zysku netto?*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2006, nr 17, podają za: A. Pieloch, *Rozważania nad substytucyjnością wypłaty...*, s. 118.

38 M. Miller, F. Modigliani, *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, „Journal of Business” 1961, vol. 34, no. 4, s. 411–433.

39 F. H. Easterbrook, *Two agency cost explanations of dividends*, „The American Economic Review” 1984, vol. 74, no. 4, s. 650–659.

40 M. C. Jensen, *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review” 1986, vol. 76, no. 2, s. 323–329.

41 G. Grullon, R. Michaely, B. Swaminathan, *Are dividends changes...*, s. 387–424.

42 K. John, J. Williams, *Dividends, dilution and taxes: A signalling equilibrium*, „The Journal of Finance” 1985, vol. 40, issue 4, s. 1053–1070.

Badając zasięg substytucyjności dywidend i skupu akcji własnych, DeAngelo, DeAngelo i Skinner⁴³ analizowali relację pomiędzy zanikiem dywidend specjalnych i pojawieniem się programu skupu akcji własnych. Autorzy nie znaleźli potwierdzenia faktu, że skup akcji własnych zastąpił dywidendy specjalne, tym samym nie znaleźli potwierdzenia efektu substytucyjnego analizowanych narzędzi.

Z kolei Jagannathan, Stephens i Weisbach⁴⁴ badali czynniki wpływające na podejmowanie przez spółki decyzji o transferze przepływów pieniężnych w formie dywidendy albo wykupu akcji. Autorzy twierdzą, że skup akcji i wypłata dywidendy pieniężnej stosowane są w różnym czasie przez różne firmy. Zdaniem autorów dywidendy wypłacane są przez przedsiębiorstwa charakteryzujące się wyższymi „trwałymi” operacyjnymi przepływami pieniężnymi, podczas gdy wykup akcji własnych jest stosowany przez spółki charakteryzujące się wyższymi „tymczasowymi” nieoperacyjnymi przepływami pieniężnymi. Firmy skupujące akcje odznaczają się też większą zmiennością przepływów pieniężnych i samych wypłat. Wreszcie, wykup akcji następuje w czasie lub po wystąpieniu słabych wyników rynkowych, natomiast wzrost dywidendy – w przypadku dobrych wyników.

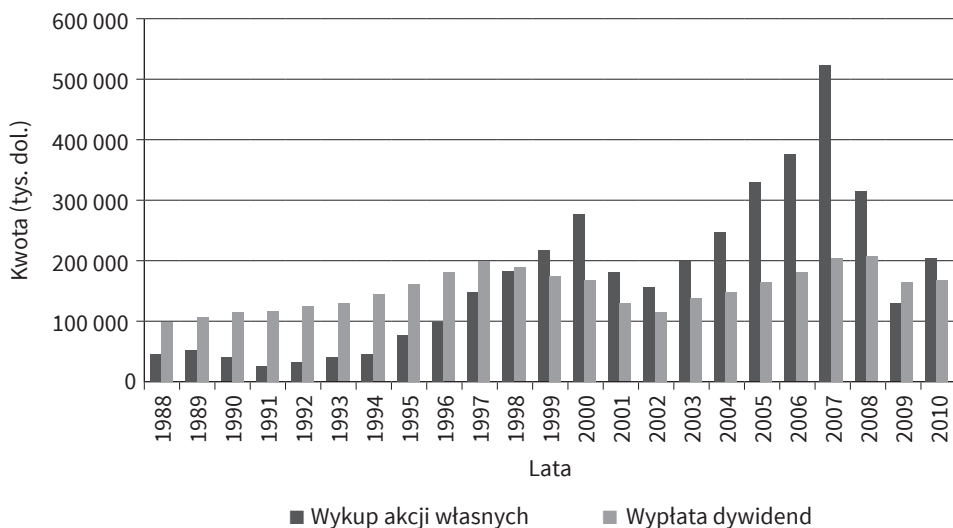
Fama i French na podstawie badań obejmujących dane niefinansowych spółek z NYSE, AMEX, NASDAQ z lat 1926–1999 stwierdzają, że odsetek firm płacących dywidendę spada gwałtownie po roku 1978. W 1973 r. dywidendę płaciło około 66,5% firm, podczas gdy w roku 1999 jedynie 20,8%. Jednocześnie zauważono, że udział firm, które nigdy nie płaciły dywidendy wzrósł z 24,7% w 1978 r. do nieco ponad 70% w roku 1999. Autorzy stwierdzają, że firmy są mniej skłonne do wypłaty dywidend, przy czym odnotowano gwałtowny wzrost zainteresowania wykupami akcji własnych spółek, szczególnie po roku 1980⁴⁵.

Do podobnych wniosków dochodzi Damodaran, który podkreśla, że w przypadku amerykańskich spółek publicznych z grupy S&P 500 w latach 1991–1997 istotnie wzrosło znaczenie wykupu akcji własnych spółek w stosunku do wypłaty dywidendy. W roku 1991 zagregowana suma dywidend wypłaconych przez analizowane spółki wynosiła niewiele ponad 100 mln dolarów, natomiast wydatki na wykup akcji własnych stanowiły około 30 mln dolarów. W roku 2007 na skup akcji własnych przeznaczono ponad 500 mln dolarów, zaś na wypłatę dywidend niewiele ponad 200 mln dolarów (rys. 8).

43 H. DeAngelo, L. DeAngelo, D. Skinner, *Special dividends and the evolution of dividend signaling*, „Journal of Financial Economics” 2000, vol. 57, s. 309–354.

44 M. Jagannathan, C. P. Stephens, M. S. Weisbach, *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*, „Journal of Financial Economics” 2000, vol. 57, s. 355–384.

45 E. F. Fama, K. R. French, *Disappearing dividends: Changing firms characteristics or lower propensity to pay?*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60, s. 3–43.



Rysunek 8. Wypłaty dywidend i wykup akcji własnych na rynku amerykańskim przez spółki z grupy S&P 500 (mln dol.)

Źródło: <http://aswathdamodaran.blogspot.com> [dostęp: 14.03.2016].

Badania prowadzone na rynku polskim również wskazują na rosnącą rolę wykupów akcji własnych. Z analizy A. Pieloch⁴⁶ dotyczących lat 2001–2009 wynika, że polskie spółki giełdowe wciąż przeznaczają wyższe kwoty na wypłaty dywidend niż skup akcji własnych. Jedynie w latach 2007–2008 zaobserwowano sytuację odwrotną, co mogło mieć związek z kryzysem, który skutkowało niedowartościowaniem akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W efekcie spółki podjęły decyzje o wykupie akcji własnych oraz o zmniejszeniu środków na wypłatę dywidend dla akcjonariuszy. Od 2007 r. zauważalne jest zmniejszenie liczby spółek płacących dywidendę oraz wzrost liczby spółek skupujących akcje własne, chociaż należy podkreślić, że wartość kwot przeznaczanych na wykup akcji własnych stanowi jedynie niewielki odsetek środków wypłacanych akcjonariuszom w postaci dywidendy.

B. Horbaczewska przeprowadziła badanie wypłat dla akcjonariuszy (w postaci dywidend i wykupu akcji) zrealizowane przez 21 największych spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2003–2010. Analizą objęto zyski tych spółek zrealizowane w roku poprzednim, dzielone przez walne zgromadzenie akcjonariuszy i ewentualnie wypłacane w roku badanym. Wyniki badań B. Horbaczewskiej pokazują, że w analizowanym okresie spółki wypłaciły akcjonariuszom około 60% wypracowanych zysków netto, z czego prawie 96% w postaci dywidendy, natomiast

46 A. Pieloch, *Rozważania nad substytucyjnością wypłaty...*, s. 117–140.

w postaci wykupu akcji własnych jedynie nieco ponad 4%⁴⁷. Autorka zauważa, że spółki, które nie wypłacały gotówki akcjonariuszom, częściej realizowały stratę netto w poprzednim roku obrotowym. Ponadto twierdzi, że analizowane spółki nie stosują wygładzania dywidend, co oznacza, że kolejne decyzje o podziale zysku netto w zasadzie nie są zależne od decyzji podjętych w latach poprzednich⁴⁸.

Badanie wpływu wypłat dla akcjonariuszy na rynkową wycenę akcji analizowanych 21 spółek giełdowych pokazało, że w okresie 2003–2010 najwyższej wyceniane były akcje spółek stosujących konsekwentną i jednoznaczną politykę dzielenia zysku netto, zwłaszcza tych, które zatrzymywały cały wypracowany zysk netto. Jeżeli jednak spółka podjęła decyzję o dokonaniu wypłaty dla akcjonariuszy, wówczas rynek wyżej wyceniał akcje spółek dokonujących corocznych wypłat niż wypłat przypadkowych. Ponadto, zdaniem B. Horbaczewskiej, rynek wyżej wyceniał akcje spółek, które wypłacały gotówkę, nabywając akcje własne lub wykorzystując obie metody realizacji wypłat dla akcjonariuszy⁴⁹.

Należy przy tym zaznaczyć, że na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pierwsze dywidendy zostały wypłacone w 1992 r. z zysku netto wypracowanego w poprzednim roku obrotowym. W kolejnych latach, wraz z rozwojem warszawskiej giełdy, następował wzrost liczby spółek wypłacających dywidendy, jak również wzrost wartości wypłat. Szacuje się, że jedynie niecałe 40% populacji spółek notowanych na GPW w Warszawie dokonuje transferu środków finansowych dla akcjonariuszy – albo w formie dywidendy, albo poprzez skup akcji własnych, albo wykorzystując oba narzędzia. Jedynie około 30% spółek wypłaca dywidendę, przy czym o stosowaniu regularnej polityki dywidend można mówić jedynie w przypadku wąskiego grona przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie. Obszerne badania dotyczące uwarunkowań decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne przeprowadził M. Kowerski⁵⁰.

6. Rola polityki dywidend w świetle teorii agencji

Zjawisko rozdziału zarządzania od własności spowodowało potrzebę dyskusji na temat relacji i celów osób zarządzających, będących agentami akcjonariuszy – właścicieli (pryncypałów), relacji charakteryzującej się konfliktem interesów⁵¹ tych dwóch grup interesariuszy, czy wreszcie kosztów agencji. Za twórców teorii

47 B. Horbaczewska, *Wypłaty dla akcjonariuszy...*, s. 122–142.

48 Ibidem, s. 141–142.

49 Ibidem, s. 143–199.

50 M. Kowerski, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji...*

51 M. C. Jensen, *Agency costs of free cash flow...*, s. 323–329.

agencji, której przedmiotem zainteresowania jest konflikt interesów zarządu i właścicieli, uważa się Jensena i Mecklinga⁵². Jensen i Meckling spostrzegli, że akcjonariusze i menedżerowie dążą do maksymalizacji własnej użyteczności. Akcjonariusze oczekują maksymalizacji wartości kapitału zainwestowanego w spółkę, zaś menedżerowie chcą maksymalizacji własnych korzyści – utrzymania stanowisk, większego uposażenia, większej władzy. Jak podkreśla Horbaczewska, w pewnym zakresie (np. przy uzależnieniu wynagrodzeń zarządu od wzrostu wartości dla akcjonariuszy) cele tych dwóch grup nie muszą być sprzeczne, jednak zwykle jednoczesna maksymalizacja ich interesów jest niemożliwa⁵³.

J. Jeżak zauważa, że teoria agencji to dominujący nurt rozważań w literaturze na temat ładu wewnątrz korporacyjnego, a jej popularność bierze się głównie z prostoty założeń teorii, która „redukuje problemy dużych spółek do dwóch »nieufnych« wobec siebie stron, które mają odmienne cele i oczekiwania”⁵⁴. Niezwykle istotny jest również fakt, że teoria opiera się na założeniu asymetrii informacyjnej, na jaką narażeni są właściciele.

Koszty agencji, jak podkreśla M. Aluchna, są wynikiem sprzeczności interesów właścicieli i menedżerów⁵⁵. W zasadzie są one związane z próbą minimalizowania ryzyka konfliktu interesów. Oczywiście należy dodać, że natężenie konfliktu będzie różne w różnych spółkach, w głównej mierze zależy bowiem od struktury własnościowej przedsiębiorstwa. Im bardziej skoncentrowany akcjonariat, tym mniejsze niebezpieczeństwo konfliktu interesów pomiędzy właścicielami a menedżerami⁵⁶. Jednak ryzyko rozbieżności interesów istnieje zawsze, gdy firmą zarządzają wynajęci menedżerowie, którzy mogą – wbrew temu do czego zostali „zakontraktowani” – realizować własne partykularne cele. Konflikt interesów tych grup jest szczególnie dotkliwy, gdy przedsiębiorstwo generuje znaczne ilości wolnych przepływów pieniężnych, powstaje bowiem problem efektywnego ich spożytkowania.

Easterbrook jako pierwszy zasugerował, że konflikt interesów istniejący w firmie może kształtować politykę wypłat dywidend⁵⁷. Rozeff⁵⁸ uważa, iż wobec problemów związanych z odmiennością celów właścicieli i zarządzających wypłata dywidendy może spełniać funkcję kontrolną, a odpowiednio prowadzona polityka dywidend staje się instrumentem monitoringu funkcjonowania przedsiębiorstwa.

52 M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, no. 4, s. 305–360.

53 B. Horbaczewska, *Wypłaty dla akcjonariuszy...*, s. 24 i n.

54 Szerzej: J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 147.

55 M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007, s. 42.

56 J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, s. 147.

57 F. H. Easterbrook, *Two agency...*, s. 650–659.

58 M. Rozeff, *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, „Journal of Financial Research” 1982, vol. 5, no. 3, s. 249–259.

Zdaniem Jensena⁵⁹ istotne jest zmotywowanie menedżerów do tego, by nie marnowali wypracowanej gotówki na realizację inwestycji o stopie zwrotu niższej od kosztu kapitału. Wskazuje, że wypłata dywidendy spowoduje redukcję wolnych przepływów pieniężnych, które mogłyby zostać w nieefektywny sposób spożytkowane przez menedżerów. Easterbrook dodaje, że wypłata dywidendy staje się narzędziem dyscyplinującym menedżerów do dbania o interes spółki, bowiem wypłacając dywidendę, menedżerowie często są zmuszeni do pozyskiwania finansowania zewnętrznego na nowe projekty inwestycyjne. Konieczność zwrócenia się do rynku kapitałowego w sytuacji niedoboru środków finansowych daje właścicielom narzędzie kontrolne – rynek weryfikuje działania i wyniki spółki, co mobilizuje zarządzających⁶⁰.

Istotną rolę dywidendy w minimalizowaniu kosztów agencji podkreślają także La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny, którzy potwierdzają, że poprzez wypłatę dywidendy z wypracowanych zysków zarządy spółek dokonują transferu gotówki dla akcjonariuszy, w efekcie czego zmniejsza się możliwość, iż te korzyści przypadną im samym⁶¹. Wypłata dywidendy powoduje zmniejszenie zasobów będących pod kontrolą menedżerów, a więc redukcję ich siły i możliwości podejmowania nieefektywnych inwestycji, nadmiernego zwiększania rozmiarów spółki – działań, które dają zarządom większą pozycję i wynagrodzenie⁶².

Również badania De Angelo, DeAngelo i Skinnera potwierdzają hipotezę mówiącą o tym, że firmy wypłacają dywidendy, aby zmniejszyć koszty agencji związane z utrzymywaniem wysokiego poziomu gotówki i niskiego poziomu dźwigni finansowej⁶³.

Ponadto, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny kładą nacisk na związek pomiędzy wypłatami i konfliktem interesu pomiędzy akcjonariuszami większościowymi a akcjonariuszami mniejszościowymi⁶⁴.

Badania prowadzone przez L. Petraskę wskazują, że poprawa ładu korporacyjnego i ochrony prawnej akcjonariuszy mniejszościowych prowadzi do większych wypłat dywidend⁶⁵. Daje to bezpośrednie potwierdzenie rozważań zespołu: La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny, którzy twierdzą, że wysokie dywidendy są efektem dobrego zarządzania i silnej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych.

59 M. C. Jensen, *Agency costs of free cash flow...*, s. 325.

60 F. H. Easterbrook, *Two agency...*, s. 650–659.

61 R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Agency problems and dividends policies around the world*, "Journal of Finance" 2000, vol. 55, no. 1, s. 4.

62 Ibidem, s. 1–33; M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm...*, s. 305–360; F. H. Easterbrook, *Two agency...*, s. 650–659; M. Rozeff, *Growth, beta and agency costs...*, s. 249–259.

63 H. DeAngelo, L. DeAngelo, R. M. Stulz, *Dividend Policy, Agency Costs and Earned Equity*, Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2004, <http://www.nber.org/papers/w10599> [dostęp: 15.03.2016].

64 R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Agency problems and dividends policies*, s. 4.

65 L. Petraskę, *Do transparent firms pay out more cash to shareholders? Evidence from international cross-listing*, "Financial Management", Fall 2012, s. 615–636.

7. Czynniki wypłaty dywidendy

Jak zauważa M. Kowerski, nie istnieje jedna syntetyczna teoria, która jednoznacznie wskazałaby najważniejsze czynniki determinujące decyzje o wypłatach dywidend⁶⁶. Liczne badania prowadzone na rozwiniętych rynkach kapitałowych pozwalają wskazać główne czynniki, mogące mieć istotny wpływ na decyzje o wypłatach dywidend: rentowność, poziom dźwigni finansowej, możliwości inwestycyjne, wielkość spółki, ryzyko działalności, stopień kontroli spółki przez akcjonariuszy mniejszościowych⁶⁷.

Rentowność wymieniana jest jako jeden z najważniejszych czynników determinujących decyzje w zakresie polityki dywidendowej⁶⁸. Zgodnie z teorią sygnalizacji⁶⁹ (*signalling theory*) poprzez decyzję o podziale zysku w przedsiębiorstwie i wypłacie dywidendy zarząd przekazuje rynkowi pozytywny sygnał o kondycji firmy. W związku z tym spółki rentowne są bardziej skłonne do wypłacania dywidendy⁷⁰. Z kolei według teorii hierarchii finansowania (*pecking order theory*)⁷¹ przedsiębiorstwa preferują finansowanie wewnętrzne w stosunku do zewnętrznego, a w sytuacji, gdy te kapitały są niewystarczające, najpierw wybierają dług, a dopiero później decydują się na emisję akcji. Zgodnie z tą teorią spółki rentowne, mające potrzeby inwestycyjne, mogą być zainteresowane zatrzymaniem wypracowanych zysków na ich sfinansowanie.

Na poziom dźwigni finansowej spółki wpływa poziom jej zadłużenia. Wzrost poziomu dźwigni finansowej zwiększa korzyści w postaci tarczy podatkowej, z drugiej strony zaś powoduje wzrost kosztów spółki, a w konsekwencji – wzrost ryzyka działalności⁷². Spółki charakteryzujące się wysokim poziomem zadłużenia są mniej skłonne do wypłaty dywidendy, ponieważ wypracowane zyski

66 M. Kowerski, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji...*, s. 163.

67 Por. ibidem, s. 163–168.

68 J. Lintner, *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*, "American Economic Review" 1959, vol. 46, no. 2, s. 97–113.

69 S. Bhattacharaya, *Imperfect information, and "the bird in the hand" fallacy*, "Bell Journal of Economics" 1979, vol. 10, s. 259–270; M. Miller, K. Rock, *Dividend policy under asymmetric information*, "Journal of Finance" 1985, vol. 40, s. 1031–1051; K. John, J. Williams, *Dividends, dilution and taxes...*, s. 1053–1070.

70 G. R. Jensen, D. P. Solberg, T. S. Zorn, *Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 1992, vol. 27, no. 2, s. 247–263; V. Aivazian, L. Booth, S. Cleary, *Do emerging markets firms follow different dividend policies from U.S. firms?*, "The Journal of Financial Research" 2003, vol. 26, no. 3, s. 371–387.

71 S. C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, "Journal of Finance" 1984, vol. 39, no. 3, s. 575–592; S. C. Myers, N. S. Majluf, *Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, "Journal of Financial Economics" 1994, vol. 13, s. 187–221.

72 M. Rozeff, *Growth, beta and agency costs...*, s. 249–259.

potrzebne są im do spłaty zobowiązań⁷³. Negatywna zależność pomiędzy poziomem dźwigni finansowej a poziomem wypłat dywidend jest zgodna z założeniami teorii agencji (*agency theory*). Istnieje jednak pogląd mówiący o tym, że firmy z wysokim wskaźnikiem wypłaty dywidendy finansowane są długiem, podczas gdy firmy z niskim wskaźnikiem wypłaty finansowane są kapitałem własnym⁷⁴, co może świadczyć o pozytywnej zależności pomiędzy dźwignią finansową a wypłatą dywidend. Pogląd ten ma swoje uzasadnienie w teorii sygnalizacji (*signalling theory*).

Im mniejsze możliwości inwestycyjne, tym większe prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy, bowiem w przypadku, gdy spółka nie ma możliwości zrealizowania inwestycji o dodatniej wartości NPV, wówczas powinna wypłacić dywidendę, aby wypracowany zysk nie został zmarnowany, co jest zgodne z założeniami teorii agencji. Spółki o niskich możliwościach inwestycyjnych płacą wyższe dywidendy, bowiem nie mają realnych możliwości efektywnego zagospodarowania nadwyżek finansowych⁷⁵, co jest spójne z teorią cyklu życia przedsiębiorstwa. Ujemną zależność pomiędzy możliwościami inwestycyjnymi a wypłatami dywidend potwierdzili Rozeff⁷⁶, La Porta, Lopez-de-Sinalez, Shleifer i Vishny⁷⁷.

Na wielkość spółki oraz rozmiar jej działalności wpływa wartość jej aktywów, ale także wiek czy okres jej funkcjonowania na rynku, czyli stopień dojrzałości. Duże spółki, najczęściej posiadające długą historię kredytową, są bardziej wiarygodne, przez co mają łatwiejszy dostęp do rynków kapitałowych na pozyskanie kapitału. Duże spółki są zwykle bardziej zdywersyfikowane, w związku z tym w mniejszym stopniu są obciążone ryzykiem bankructwa⁷⁸. W konsekwencji wraz ze wzrostem wielkości spółki wzrasta prawdopodobieństwo wypłaty dywidendy⁷⁹. Pozytywna zależność pomiędzy wielkością spółki a jej skłonnością do wypłaty dywidendy wynika zarówno z teorii agencji (*agency theory*)⁸⁰ – według której wraz ze wzrostem rozmiarów firmy rosną koszty agencji, a zatem konieczne jest wypłacanie dywidend będących sposobem na redukcję kosztów agencji – jak i z teorii

73 G. R. Jensen, D. P. Solberg, T. S. Zorn, *Simultaneous determination...*, s. 247–263; V. Aivazian, L. Booth, S. Cleary, *Do emerging markets firms follow...*, s. 371–387.

74 R. P. Chang, S. G. Rhee, *The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions*, "Financial Management" 1990, vol. 19, no. 2, s. 21–31.

75 M. Kowerski, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji...*, s. 164.

76 M. Rozeff, *Growth, beta and agency costs...*, s. 249–259.

77 R. La Porta, F. Lopez-de-Sinalez, A. Shleifer, R. Vishny, *Agency problems and dividends policies*, s. 1–33.

78 R. G. Rajan, L. Zingales, *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, "Journal of Finance" 1995, vol. 50, no. 5, s. 1421–1460.

79 H. Ho, *Dividend policies in Australia and Japan*, "International Advances in Economic Research" 2003, vol. 9, no. 2, s. 91–100; V. Aivazian, L. Booth, S. Cleary, *Do emerging markets firms follow...*, s. 371–387.

80 R. La Porta, F. Lopez-de-Sinalez, A. Shleifer, R. Vishny, *Agency problems and dividends policies...*, s. 1–33; M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm...*, s. 305–360.

cyklu życia (*life-cycle theory*)⁸¹, zgodnie z którą bardziej skłonne do dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami są spółki dojrzałe, zwykle posiadające większe aktywa.

Ryzyko wiąże się z niepewnością co do przyszłych wyników spółki. Im większa niepewność przyszłych przychodów spółki, tym większe ryzyko niemożności wypłacenia dywidendy. Jensen, Solberg i Zorn⁸² wskazują na negatywną zależność pomiędzy ryzykiem a skłonnością do wypłaty dywidendy. Podobne wyniki w swych badaniach uzyskali Aivazian, Booth i Cleary⁸³.

Struktura akcjonariatu to kolejny czynnik analizowany w kontekście decyzji dywidendowych. Badania Maury i Pajuste⁸⁴ dotyczące firm fińskich pokazują, że na politykę dywidend wpływa stopień koncentracji akcjonariatu. Im bardziej skoncentrowany akcjonariat, tym mniejsze wypłaty dywidend. Zdaniem Guglera i Yurtoglu dywidendy nasilają konflikt pomiędzy dużym, kontrolującym akcjonariuszem a akcjonariuszami mniejszościowymi⁸⁵. Autorzy ci twierdzą, że w warunkach niemieckich istnienie dużego, dominującego akcjonariusza związane jest z niskimi wypłatami dywidend, co zapewne wynika z faktu, iż akcjonariusz większościowy zainteresowany jest zatrzymaniem wypracowanych zysków i przeznaczaniem ich na rozwój spółki. Tego typu relację potwierdzono też w przypadku holenderskich firm (La Porta, Lopez de Sinales, Shleifer i Vishny⁸⁶ oraz Szilagyi i Renneboog⁸⁷).

Badania na rynku polskim zainicjowała M. Sierpińska⁸⁸, jednak należy zaznaczyć, że dotyczyły one pierwszych lat funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce. Natomiast bardzo obszerne badania dotyczące uwarunkowań decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1995–2009, w których wykorzystano logitowe modele przekrojowo-czasowe (*pooled models*), przeprowadził M. Kowerski⁸⁹. Z kolei badanie z wykorzystaniem regresji panelowej, obejmujące decyzje dywidendowe podejmowane w niefinansowych spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2002–2012 przeprowadziła B. Kaźmierska-Józwiak⁹⁰.

81 G. Grullon, R. Michaely, B. Swaminathan, *Are dividends changes...*, s. 387–424.

82 G. R. Jensen, D. P. Solberg, T. S. Zorn, *Simultaneous determination...*, s. 247–263.

83 V. Aivazian, L. Booth, S. Cleary, *Do emerging markets firms follow...*, s. 371–387.

84 C. B. Maury, A. Pajuste, *Controlling shareholders. Agency problems and dividend policy in Finland*, „The Finnish Journal of Business Economics” 2002, vol. 1, s. 15–45.

85 K. Gugler, B. B. Yurtoglu, *Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany*, „European Economic Review” 2003, vol. 47, s. 731–758.

86 R. La Porta, F. Lopez-de-Sinales, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor protection and corporate governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, vol. 58, s. 3–27.

87 L. Renneboog, P. G. Szilagyi, *How relevant is dividend policy under low shareholder protection?*, „CentER Discussion Paper Series” 2006, vol. 73, s. 1–33.

88 M. Sierpińska, *Polityka dywidend...*

89 M. Kowerski, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji...*

90 B. Kaźmierska-Józwiak, *Czynniki polityki dywidendowej w warunkach polskich*, „Annales UMCS. Sectio H” 2014, t. 48, nr 3, s. 129–135.

Należy podkreślić, że skłonność do płacenia dywidend na polskim rynku kapitałowym jest znacznie niższa niż na rynkach dojrzałych⁹¹. Z drugiej strony zauważa się jednak wzrost skłonności polskich spółek giełdowych do płacenia dywidend, odwrotnie niż ma to miejsce na rynkach dojrzałych⁹².

8. Podsumowanie

Głównym celem działania władz spółki jest realizacja jej interesu jako samodzielnego podmiotu, rozumiana jako powiększanie wartości kapitału powierzonego przez akcjonariuszy. Decyzja dotycząca podziału zysku netto wypracowanego przez spółkę w roku obrotowym i ewentualnej wypłaty dywidendy należy do jednych z trudniejszych, bowiem ma znaczenie nie tylko dla samej spółki, lecz także dla wszystkich jej akcjonariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych.

Decyzja dotycząca podziału zysku netto spółki, zgodnie z art. 395 k.s.h., leży w gestii walnego zgromadzenia akcjonariuszy, jednak wniosek przedkłada zarząd spółki. Rada nadzorcza, jako organ kontrolny, opiniuje wniosek przedkładany przez zarząd. Kwestią zasadniczą jest tu rozstrzygnięcie, czy z punktu widzenia pomnażania kapitału powierzonego przez inwestorów bardziej korzystne jest wypłacenie im części zysku netto w postaci dywidendy, czy też reinwestycja tego zysku. W związku z powyższym sposób podziału zysku netto przedsiębiorstwa powinien być podporządkowany nadrzędnemu celowi spółki, a w efekcie – powinien być elementem założonej strategii finansowej spółki. W praktyce gospodarczej zależy on od wielu czynników, głównie od potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstwa, od możliwości pozyskania kapitału na rynku, preferencji właścicieli kapitału, a nawet żądań pracowników spółki.

Należy jednak podkreślić, że cele zarządu spółki w stosunku do podziału zysku netto nie muszą być zbieżne z celami właścicieli kapitału. Akcjonariusze, inwestując kapitał, oczekują maksymalizacji jego wartości, zaś menedżerowie mogą dążyć do maksymalizacji własnych korzyści (utrzymania stanowisk, wyższego uposażenia czy większej władzy). Przy pewnych założeniach, na przykład uzależniając wynagrodzenie zarządu od wzrostu wartości dla akcjonariuszy, cele tych dwóch grup nie muszą być sprzeczne, jednak jednoczesna ich maksymalizacja jest w zasadzie niemożliwa.

Rozbieżność czy wręcz sprzeczność interesów właścicieli i menedżerów jest efektem procesu rozwoju spółek oraz rozdzielenia własności od zarządzania. Poziom i natężenie konfliktu w spółce zależy w szczególności od jej struktury własnościowej i wzrasta wraz z „rozdrobieniem” akcjonariatu, co jest związane

91 M. Kowerski, *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji...*, s. 313–314.

92 E. F. Fama, K. R. French, *Disappearing dividends...*, s. 3–43.

z asymetrią informacyjną, na jaką narażeni są akcjonariusze, zwłaszcza mniejszościowi. Konflikt interesów agentów i pryncypałów może wystąpić ze szczególnym natężeniem wtedy, gdy przedsiębiorstwo wypracowuje znaczne ilości wolnych przepływów pieniężnych. Zgodnie z teorią agencji sposób podziału zysku, wypłata dywidendy lub wykup akcji własnych mogą być narzędziami dyscyplinującymi menedżerów do troski o interes spółki, a dzięki temu – minimalizującymi ryzyko powstania wspomnianego konfliktu. Wskazuje się tu jednocześnie, że nabycie akcji własnych jest narzędziem bardziej elastycznym w stosunku do wypłaty dywidendy, co wynika z cech operacji typu *share repurchase* – fakultatywności i selektywności.

Rozdział IV

Modele zarządzania i nadzorowania działalności spółek – tendencje światowe i europejskie

1. Porównanie modelu jednopoziomowego i dwupoziomowego – wady i zalety obu modeli

Modele zarządzania i nadzorowania spółek można podzielić na dwa rodzaje: model jednopoziomowy i model dwupoziomowy. W modelu jednopoziomowym na czele spółki stoi rada dyrektorów (*board of directors*), a w jej skład wchodzi zarówno dyrektorzy zewnętrzni (*outside directors* lub *external directors*), nazywani w Wielkiej Brytanii dyrektorami niewykonawczymi (*non-executive directors* – *NED*), jak i dyrektorzy wewnętrzni (*insider directors* lub *internal directors*), którzy w Wielkiej Brytanii nazywani są dyrektorami wykonawczymi (*executive directors* – *ED*). Zadaniem dyrektorów zewnętrznych jest przede wszystkim nadzór nad spółką. Dyrektorzy wewnętrzni są menedżerami jej najwyższego szczebla i na co dzień zajmują się prowadzeniem jej spraw. W modelu dwupoziomowym są dwa organy: rada nadzorcza składająca się z członków zewnętrznych i zarząd składający się z członków wewnętrznych.

Podstawowe różnice pomiędzy modelem jednopoziomowym i dwupoziomowym wskazał G. F. Maassen¹ – zostały one przedstawione w tab. 8. W modelu jednopoziomowym, jak już zostało wspomniane, mamy tzw. jednolitą radę (*unitary board*), zaś w modelu dwupoziomowym – dwa osobne organy. Ponadto, w modelu jednopoziomowym możliwe jest łączenie funkcji przewodniczącego rady i prezesa zarządu (*CEO duality*), co jest wykluczone w modelu dwupoziomowym. Problem łączenia tych funkcji jest szeroko dyskutowany w literaturze i najczęściej rekomenduje się ich rozdzielenie, co – zdaniem wielu

1 G. F. Maassen, *An International Comparison of Corporate Governance Models. A Study on the Formal Independence and Convergence of One-Tier and Two-Tier Corporate Boards of Directors in the United States of America, the United Kingdom and the Netherlands*, Spencer Stuart, Amsterdam 2002.

autorów badających organy statutowe w nurcie teorii agencji – zwiększa niezależność i poprawia efektywność rady w monitorowaniu menedżerów najwyższego szczebla².

Tabela 8. Podstawowe różnice pomiędzy modelem jednopoziomowym i modelem dwupoziomowym

| Model organów statutowych | Jednopoziomowy | Dwupoziomowy |
|--|---|---|
| Struktura | dyrektorzy wykonawczy i niewykonawczy są członkami tego samego organu | dyrektorzy wykonawczy i niewykonawczy są członkami innych organów |
| Organizacja | jednolita | podwójna |
| Łączenie funkcji prezesa zarządu i przewodniczącego rady | możliwe | niemożliwe |

Źródło: G. F. Maassen, *An International Comparison of Corporate Governance Models. A Study on the Formal Independence and Convergence of One-Tier and Two-Tier Corporate Boards of Directors in the United States of America, the United Kingdom and the Netherlands*, Spencer Stuart, Amsterdam 2002, s. 57.

Warto również dodać, iż począwszy od 1992 r., kiedy to powstał raport komisji pod przewodnictwem A. Cadburyego, rozpoczął się proces wprowadzania do rad spółek dyrektorów niezależnych (*independent directors*). W praktyce doprowadziło to do podzielenia dyrektorów zewnętrznych na dwie grupy. B. Tricker³ nazywa ich niezależnymi dyrektorami niewykonawczymi (*independent NED*) oraz powiązаныmi dyrektorami niewykonawczymi (*connected NED*). Czasem nazywani oni są również dyrektorami niestowarzyszonymi (*non-affiliated directors*) oraz dyrektorami stowarzyszonymi (*affiliated directors*) lub szarymi (*grey directors*). Dyrektorom niezależnym i kryteriom niezależności poświęcono w literaturze polskiej⁴ i zagranicznej⁵ sporo miejsca. Przykładowo, w załączniku II do zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r., dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rad nadzorczych spółek publicznych i komitetów rad, określono kryteria niezależności. Są one dość obszerne, a zgodnie z nimi za niezależnego można uznać członka rady, który:

- 2 S. Finkelstein, R. A. D'Aveni, *CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command*, "Academy of Management Journal" 1994, vol. 37, no. 5, s. 1079–1108; K. Elsayed, *Does CEO duality really affect corporate performance?*, "Corporate Governance: An International Review" 2007, vol. 15, no. 6, s. 1203–1214.
- 3 B. Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2009.
- 4 I. Koładkiewicz, *Rady nadzorcze – dobre praktyki ładu korporacyjnego. Doświadczenia polskie i zagraniczne*, Wyd. Poltext, Warszawa 2013.
- 5 B. F. Druvis, *The Role of Independent Directors after Sarbanes-Oxley*, American Bar Association, Chicago 2007.

- a) nie jest dyrektorem wykonawczym lub zarządzającym spółki lub spółki stowarzyszonej i nie piastował takiego stanowiska w ciągu ostatnich pięciu lat;
- b) nie jest pracownikiem spółki lub spółki stowarzyszonej i nie był w takiej sytuacji w ciągu ostatnich trzech lat, z wyjątkiem sytuacji, kiedy dyrektor niewykonawczy lub będący członkiem rady nadzorczej nie należy do kadry kierowniczej wysokiego szczebla lub został wybrany do rady (nadzorczej) w kontekście systemu przedstawicielstwa pracowniczego, uznanego prawem i przewidującego odpowiednią ochronę przed niesłusznym zwolnieniem i innymi formami niesprawiedliwego traktowania;
- c) nie otrzymuje ani nie otrzymał dodatkowego wynagrodzenia w znaczącej wysokości od spółki lub spółki stowarzyszonej, oprócz wynagrodzenia otrzymywanego jako dyrektor niewykonawczy lub członek rady nadzorczej. Takie dodatkowe wynagrodzenie obejmuje w szczególności udział w systemie przydziału opcji na akcje lub w innym systemie wynagradzania za wyniki. Nie obejmuje natomiast otrzymywania kwot wynagrodzenia w stałej wysokości w ramach planu emerytalnego (w tym wynagrodzenia odroczonego) z tytułu wcześniejszej pracy w spółce (pod warunkiem, że kryterium wypłaty takiego wynagrodzenia nie jest kontynuacja zatrudnienia);
- d) nie jest akcjonariuszem lub nie reprezentuje w żaden sposób akcjonariusza(y) posiadającego(ych) pakiet kontrolny;
- e) nie utrzymuje obecnie ani nie utrzymywał w ciągu ostatniego roku znaczących stosunków handlowych ze spółką lub spółką stowarzyszoną, bezpośrednio lub w charakterze wspólnika, akcjonariusza, dyrektora lub pracownika wysokiego szczebla podmiotu utrzymującego takie stosunki. Stosunki handlowe obejmują sytuację bycia znaczącym dostawcą towarów lub usług (w tym usług finansowych, prawnych, doradczych lub konsultingowych), znaczącym klientem lub organizacją, która otrzymuje znacznej wysokości korzyści od spółki lub jej grupy;
- f) nie jest obecnie lub w ciągu ostatnich trzech lat nie był wspólnikiem lub pracownikiem obecnego lub byłego rewidenta zewnętrznego spółki lub spółki stowarzyszonej;
- g) nie jest dyrektorem wykonawczym lub zarządzającym w innej spółce, w której dyrektor wykonawczy lub zarządzający spółki jest dyrektorem niewykonawczym albo członkiem rady nadzorczej i nie posiada innych znaczących powiązań z dyrektorami wykonawczymi spółki przez udział w innych spółkach lub organach;
- h) nie pełnił funkcji w radzie (nadzorczej) jako dyrektor niewykonawczy lub dyrektor będący członkiem rady nadzorczej dłużej niż przez trzy kadencje (lub dłużej niż 12 lat, gdy prawo krajowe przewiduje stosunkowo krótki okres normalnych kadencji);

i) nie jest członkiem bliskiej rodziny dyrektora wykonawczego lub zarządzającego lub osób w sytuacjach opisanych w lit. a)–h)⁶.

B. Tricker⁷ podaje natomiast kim są dyrektorzy powiązani. Są to najczęściej:

- emerytowani dyrektorzy wykonawczy;
- krewni przewodniczącego rady (*chairman*) lub prezesa (*CEO*);
- członkowie powołani przez znaczącego akcjonariusza;
- członkowie reprezentujący dostawcę, dystrybutora lub klienta;
- członkowie reprezentujący znaczącego partnera finansowego;
- emerytowani partnerzy firm audytorskich czy inne osoby, których nie można uznać za członków zależnych, a powołane ze względu na ich wiedzę, umiejętności lub kontakty.

Wielu autorów uważa, że model organizacji organów statutowych spółek jest jedną z głównych cech systemu *corporate governance*. Na przykład zgodnie z taksonomią zaproponowaną przez J. Weimera i J. Pape'a⁸ oraz B. Nootebooma⁹ model jednopoziomowy występuje w systemach anglosaskich oraz systemach zbliżonych do systemu japońskiego, natomiast model dwupoziomowy – w systemach podobnych do systemu niemieckiego. W systemach łacińskich istnieje możliwość wyboru na poziomie spółki pomiędzy modelem jednopoziomowym i dwupoziomowym (model opcjonalny). C. Rose¹⁰ łączy ich występowanie z systemami prawnymi i twierdzi, iż model jednopoziomowy jest zakorzeniony w prawie precedensowym (*common law*), zaś model dwupoziomowy w prawie stanowionym wywodzącym się z tradycji rzymskiej (*civil law*). I faktycznie, początkowo można było łączyć system prawny z modelem organów statutowych, gdyż na przykład model jednopoziomowy po raz pierwszy zastosowano w Wielkiej Brytanii w założonej 31 grudnia 1600 r. Kampanii Wschodnioindyjskiej (*The East India Company*). Model dwupoziomowy wywodzi się natomiast z tradycji XVII-wiecznych holenderskich kampanii, gdzie po raz pierwszy zastosowano go w 1623 r. w pierwszej na świecie spółce publicznej, tj. założonej w 1602 r. kampanii V.O.C., czyli Holenderskiej Kampanii Wschodnioindyjskiej (*Vereenigde Oost-Indische Compagnie*, tj. *Dutch East India Company*). Tym niemniej, jego funkcjonowanie i rozwój ugruntowały dopiero kolejne zmiany

6 Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), 2005/162/WE.

7 B. Tricker, *Corporate Governance*...

8 J. Weimer, J. C. Pape, *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, "Corporate Governance: An International Review" 1999, vol. 7, no. 2, s. 152–166.

9 B. Nooteboom, *Voice- and exit-based forms of corporate control: Anglo-American, European, and Japanese*, "Journal of Economic Issues" 1999, vol. 13, no. 4, s. 845–860.

10 C. Rose, *The composition of the semi-two-tier corporate boards and firm performance*, "Corporate Governance: An International Review" 2005, vol. 13, no. 5, s. 691–701.

niemieckiego prawa o spółkach z XIX i XX w.¹¹ Jednak dziś w wyniku ewolucji i konwergencji systemów ładu korporacyjnego takie łączenie nie jest uprawnione. W Europie modele jednopoziomowe mogą wdrażać również spółki z państw, w których systemy prawne są zakorzenione w prawie stanowionym. Jest to w dużym stopniu wynik naśladowania na Starym Kontynencie rozwiązań amerykańskich i bliskich im brytyjskich¹². Spółki w krajach anglosaskich wciąż mają tylko rady jednolite.

Różnice pomiędzy dwoma modelami organów statutowych są dość znaczne i nie mają jedynie charakteru technicznego, związanego z rozdzieleniem dyrektorów zewnętrznych i wewnętrznych na dwa organy (model dwupoziomowy) lub wspólnymi ich posiedzeniami w ramach jednego organu (model jednopoziomowy). Na te różnice wskazywali chociażby M. Aluchna¹³, L. Aste¹⁴, A. Cadbury¹⁵, J. Jeżak¹⁶, C. Jungman¹⁷, B. Millet-Reyes i R. Zhao¹⁸, M. Spisto¹⁹ czy B. Tricker²⁰. Otóż, podstawowa rozbieżność – jak wskazują ci autorzy – dotyczy funkcji realizowanych przez organy statutowe w obu modelach. W modelu dwupoziomowym rada nadzorcza jest organem kontrolnym, a zarząd – prowadzącym bieżące sprawy spółki. Oba te organy biorą udział w przygotowaniu i podejmowaniu decyzji strategicznych, przy czym to zarząd jest inicjatorem, zaś rada recenzentem i organem je aprobującym. W mode-

-
- 11 M. Pawlak, *Działalność rady nadzorczej w spółce akcyjnej na przykładzie doświadczeń niemieckich*, Wyd. Uczelniane Politechniki Lubelskiej, Lublin 1996; A. Cadbury, *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*, Oxford University Press, Oxford 2002; R. Morck, L. Steier, *The global history of corporate governance: An introduction*, [w:] R. Morck (ed.), *A History of Corporate Governance Around the World*, The University of Chicago Press, Chicago 2005; J. Van Bakkum, J. Hijink, M. Schouten, J. Winter, *Corporate governance in the Netherlands*, "Electronic Journal of Comparative Law" 2010, vol. 13, no. 3, <http://www.ejcl.org/143/art143-17.pdf> [dostęp: 15.04.2013].
 - 12 P. Witt, *Corporate Governance im Wandel*, „ZFO Zeitschrift Führung und Organisation“ 2000, Nr. 3, s. 159–163; T. Melewar, A. Mott, *Is the French model of capitalism becoming more like the Anglo-Saxon model?*, "Journal of General Management" 2003, vol. 28, no. 4, s. 47–63.
 - 13 M. Aluchna, *Two-tier board*, [w:] S. O. Idowu, N. Capaldi, L. Zu, A. D. Gupta (eds.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*, Springer Berlin–Heidelberg, Berlin 2013, s. 2575–2587.
 - 14 L. Aste, *Reforming French corporate governance: A return to the two-tier board?*, "The George Washington Journal of International Law and Economics" 1999, vol. 32, no. 1, s. 1–72.
 - 15 A. Cadbury, *Corporate Governance and Chairmanship...*
 - 16 J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
 - 17 C. Jungmann, *The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems*, "Company and Financial Law Review" 2006, vol. 3, no. 4, s. 426–474.
 - 18 B. Millet-Reyes, R. Zhao, *A comparison between one-tier and two-tier board structures in France*, "Journal of International Financial Management and Accounting" 2010, vol. 21, no. 3, s. 279–310.
 - 19 M. Spisto, *Unitary board and two-tiered board for the new South Africa?*, "International Review of Business Research Papers" 2005, vol. 1, no. 2, s. 84–99.
 - 20 B. Tricker, *Corporate Governance...*

lu jednopoziomowym za wszystkie decyzje odpowiada rada dyrektorów. Jest ona zatem organem jednocześnie nadzorującym i zarządzającym. Funkcję kontrolną mają pełnić członkowie zewnętrzni, przy czym częsta ich zależność od prezesa spółki (ang. *chief executive officer*) sprawia, że zdecydowano się rozdzielić członków zewnętrznych niezależnych od członków powiązanych majątkowo, finansowo, rodzinnie lub biznesowo z menedżerami najwyższego szczebla, o czym wspomniano wcześniej w tym rozdziale. Funkcja kontrolna może być realizowana właśnie przez niezależnych członków rady. Warto również dodać, że – jak wskazuje B. Tricker²¹ – widoczna jest różnica w podejściu do realizacji funkcji przez rady dyrektorów mniejszych i większych spółek. W większych spółkach rada dyrektorów zajmuje się przede wszystkim koordynowaniem działań oraz nadzorem, a w mniejszym stopniu jest nastawiona na zarządzanie. To pokazuje, że rada dyrektorów jest organem bardziej elastycznym i istnieje możliwość dopasowania jej funkcjonowania do rodzaju sektora czy wielkości spółki.

Pięć najważniejszych zalet modelu dwupoziomowego wskazała M. Aluchna²². Pierwszą jest opisane powyżej rozdzielanie funkcji kontrolnych i nadzorczych oraz powierzenie ich dwóm oddzielnym organom. Druga zaleta to rozdzielanie funkcji przewodniczącego i prezesa zarządu, co zapewnia równowagę władzy w spółce. Trzecią stanowi możliwość specjalizacji członków rad nadzorczych i koncentracja na funkcjach nadzorczych. Czwartą – niezależność członków rady nadzorczej od członków zarządu, związana z zasiadaniem w oddzielnym organie. Piątą – możliwa profesjonalizacja nadzoru, związana z zasiadaniem w radach nadzorczych członków o dużym doświadczeniu i umiejętnościach w jego sprawowaniu. J. Jeżak²³ dodał, iż zwłaszcza osoby o dużym doświadczeniu biznesowym są w stanie z poziomu rady nadzorczej w sposób obiektywny spojrzeć na problemy funkcjonowania spółek i skutecznie doradzać zarządom.

M. Aluchna²⁴ wskazała również wady modelu dwupoziomowego. Pierwszą i podstawową słabością jest dostęp członków rady nadzorczej do informacji o spółce. Organ nadzorczy musi tu polegać na informacjach przygotowanych przez zarząd. J. Jeżak²⁵, również zauważając tę słabość, podkreślił, iż te informacje mogą być niekompletne lub nawet zarząd może celowo uwypuklać jedne, a inne traktować ogólnie lub nawet pomijać. Takie działanie może sprawiać, iż obraz spółki w oczach rady nadzorczej będzie niepełny. Za drugą słabość, która częściowo wiąże się z pierwszą, M. Aluchna²⁶ uznała osobne posiedzenia

21 Ibidem.

22 M. Aluchna, *Two-tier board...*

23 J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*

24 M. Aluchna, *Two-tier board...*

25 J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*

26 M. Aluchna, *Two-tier board...*

dwóch organów statutowych, co utrudnia przepływ informacji pomiędzy nimi, zwłaszcza wtedy, gdy konieczna jest szybka reakcja rady nadzorczej. Wpływ tej wady jest w dużej mierze ograniczany przez wspólne posiedzenia, lecz dominacja w radach nadzorczych przedstawicieli większościowych akcjonariuszy tam, gdzie własność jest skoncentrowana, może utrudniać sprawowanie nadzoru przez przedstawicieli akcjonariuszy mniejszościowych. Jako trzecią wadę M. Aluchna²⁷ wymieniła niską motywację członków rady nadzorczej do sprawowania nadzoru, która w modelu dwupoziomowym może być ograniczana przez prawne ograniczenie roli rady i opisany tu już brak dostępu do informacji.

Na tym tle można zestawić najważniejsze zalety modelu jednopoziomowego. Wskazał na nie chociażby A. Cadbury²⁸. Po pierwsze, rada dyrektorów ma pełną kontrolę nad różnymi aktywnościami spółki, a wszyscy jej członkowie – czy to wykonawczy, czy też niewykonawczy – mają te same cele i te same obowiązki. Po drugie, członkiem rady dyrektorów może być prezes zarządu, co ułatwia współpracę między nim a innymi członkami rady. Po trzecie, funkcjonowanie w jednym organie ułatwia przepływ informacji. Obie grupy członków mają dostęp do podobnych informacji, przynajmniej na posiedzeniach najważniejszego organu w spółce.

Cechy, a także przytoczone zalety rad dyrektorów sprawiają, iż organy te są aktywniejsze niż rady nadzorcze, a liczba ich posiedzeń znacznie większa²⁹. Kolejną zaletą tego modelu jest jego elastyczność. B. Garratt³⁰ i B. Tricker³¹ wskazują, że w rzeczywistości istnieją cztery różne rodzaje rad dyrektorów, dostosowane do wielkości i struktury własnościowej spółek.

W pierwszym typie rady dyrektorów wszyscy jej członkowie są menedżerami najwyższego szczebla (rys. 9). Taka rada jest przede wszystkim spotykana w mniejszych spółkach lub firmach rodzinnych, a także w spółkach zależnych. W takich radach członkowie nie rozdzielają funkcji zarządczych i nadzorczych, a sama spółka w ich oczach – jak podkreśla B. Tricker³² – nie jest odrębną osobą prawną, lecz raczej przedsiębiorstwem, które działa w formie spółki ze względu na korzyści podatkowe i ograniczoną odpowiedzialność właścicieli.

27 Ibidem.

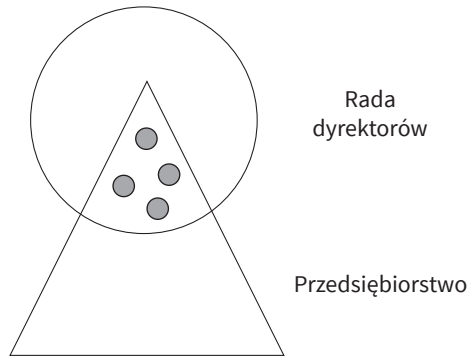
28 A. Cadbury, *Corporate Governance and Chairmanship...*

29 N. Vafeas, *Board meeting frequency and firm performance*, "Journal of Financial Economics" 1999, vol. 53, no. 1, s. 113–142; G. Greco, *Determinants of board and audit committee meeting frequency*, "Managerial Auditing Journal" 2010, vol. 26, no. 3, s. 208–229; L. Bohdanowicz, *Managerial ownership and supervisory board activity: Evidence from Polish listed companies*, "Management of Organizations: Systematic Research" 2014, vol. 70, s. 41–54.

30 B. Garratt, *The Fish Rots from the Head – The Crisis in Our Boardrooms: Developing the Crucial Skills of the Competent Director*, Profile Books, London 2003.

31 B. Tricker, *Corporate Governance...*

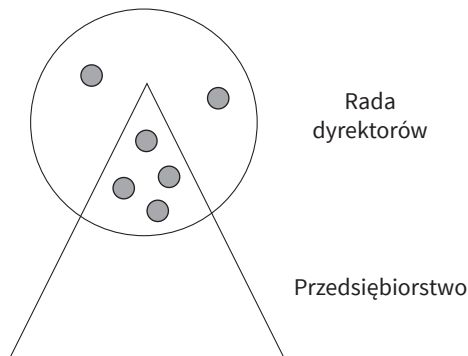
32 Ibidem.



Rysunek 9. Rada dyrektorów składająca się tylko z członków wewnętrznych

Źródło: B. Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2009, s. 61.

W przypadku drugiego typu rady w jej składzie są, co prawda, członkowie zewnętrzni, ale większość stanowią członkowie wewnętrzni (rys. 10). Dodanie członków zewnętrznych wiąże się najczęściej ze wzrostem spółek i potrzebą uzyskania zewnętrznych opinii na temat różnych aspektów ich funkcjonowania, szczególnie gdy spółki wchodzi na nowe rynki, stosują nowe technologie czy muszą pozyskiwać nowe źródła finansowania.

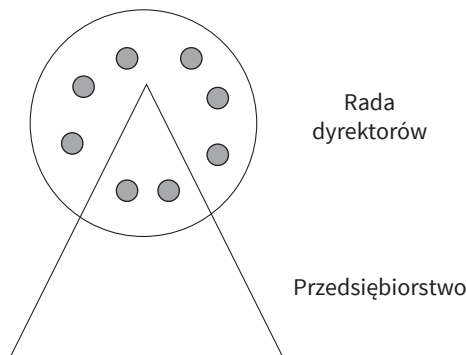


Rysunek 10. Rada dyrektorów, w której większość stanowią członkowie wewnętrzni

Źródło: jak do rys. 9.

Dziś w wielu publicznych spółkach amerykańskich i brytyjskich rady dyrektorów składają się w większości z członków zewnętrznych (rys. 11). W tym przypadku kultura organizacyjna rad i sposób komunikacji jej członków różnią się od tych, które są charakterystyczne dla rad zdominowanych przez członków wewnętrznych. Takie rady zajmują się przede wszystkim nadzorem nad spółkami,

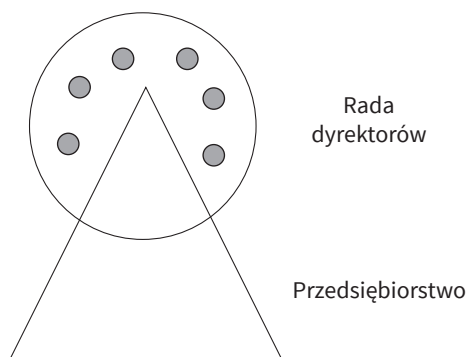
choć często – zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych – mają utrudnione zadanie ze względu na silną pozycję prezesa zarządu (*CEO*), który jest najczęściej równocześnie przewodniczącym rady (*chairman*).



Rysunek 11. Rada dyrektorów, w której większość stanowią członkowie zewnętrzni

Źródło: jak do rys. 9.

W czwartym typie rada dyrektorów składa się wyłącznie z członków zewnętrznych (rys. 12). Takie rady są rzadkie w spółkach publicznych. B. Tricker³³ podkreśla, że mogą one występować w organizacjach *non-profit* lub spółkach zależnych w grupach kapitałowych. W tych ostatnich członkami rad są często menedżerowie najwyższego szczebla spółek-matek, których zadaniem jest koordynacja strategii wewnątrz grup. Na posiedzenia takich rad są zapraszani menedżerowie spółki, instruowani na temat tej strategii.



Rysunek 12. Rada dyrektorów, która składa się wyłącznie z członków zewnętrznych

Źródło: jak do rys. 9.

33 Ibidem.

Model jednopoziomowy ma też swoje wady. Przede wszystkim członkom zewnętrznym, z powodu zasiadania w tym samym organie, co członkowie wewnętrzni, może brakować obiektywizmu i niezależności w ocenie efektów działania tych drugich, a także mogą mieć poczucie lojalności wobec nich. Ten brak niezależności jest szczególnie potęgowany w anglosaskich systemach przez rozproszenie akcjonariatu i kontrolowanie spółek przez menedżerów najwyższego szczebla, a w szczególności prezesa spółki. W rzeczywistości prowadzi to do kooptacji nowych, zewnętrznych członków, którzy są powiązani z menedżerami najwyższego szczebla lub czują się wobec nich zobowiązani i nie są w stanie obiektywnie wykonywać funkcji kontrolnych. Stąd duży nacisk na stworzenie odpowiedniej listy kryteriów niezależności zewnętrznych członków rad na całym świecie, a w szczególności w anglosaskich systemach ładu korporacyjnego. Drugą wadą modelu jednopoziomowego jest wykonywanie zbyt dużej liczby funkcji przez rady dyrektorów, co może powodować brak równowagi pomiędzy kontrolą a działaniami nastawionymi na poprawę wyników. Trzecią wadą jest dominująca lub co najmniej istotna rola prezesa spółki w radzie. Jak zostało już powiedziane, może on zdominować posiedzenia jednolitej rady, co wynika nie tylko ze struktury tego organu, lecz także z jego silnej osobowości.

Jak widać, zarówno model jednopoziomowy, jak i dwupoziomowy mają swoje wady i zalety. Na ich znaczenie mogą mieć wpływ struktury własnościowe, wielkość spółki, osobowość członków organów statutowych, sektor działania i wiele innych czynników. Stąd w wielu krajach podejmuje się wysiłki zmierzające do stworzenia warunków prawnych umożliwiających elastyczną adaptację modelu wewnętrznego ładu korporacyjnego do potrzeb spółek, oczekiwań ich akcjonariuszy i innych interesariuszy. Przybiera to formę implementacji opcjonalnego modelu organów statutowych spółek.

2. Zróźnicowanie krajowe w ramach modeli podstawowych

Na całym świecie funkcjonują różne modele zarządzania i nadzorowania spółek. W Unii Europejskiej, jak przedstawiono w tab. 9, model jednopoziomowy występuje w Belgii, Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Szwecji i Wielkiej Brytanii oraz na Cyprze i Malcie. Model dwupoziomowy w Austrii, Estonii, Niemczech, Polsce i na Słowacji. Natomiast możliwość wyboru przez akcjonariuszy spółek modelu organów statutowych istnieje w Bułgarii, Chorwacji, Czechach, Danii, Finlandii, Francji, Holandii, Luksemburgu, Portugalii, Rumunii, Słowenii, we Włoszech, na Łotwie, Litwie oraz na Węgrzech³⁴.

34 The European Commission, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 September 2009; P. Davis, K. J. Hopt, R. Nowak, J. van Solinge

Tabela 9. Organizacja organów statutowych spółek w Unii Europejskiej

| Państwo | Organizacja organów statutowych |
|-----------------|---|
| Austria | dwupoziomowa |
| Belgia | jednopoziomowa |
| Bułgaria | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Cypr | jednopoziomowa |
| Czechy | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Chorwacja | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Dania | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Estonia | dwupoziomowa |
| Finlandia | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Francja | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Grecja | jednopoziomowa |
| Hiszpania | jednopoziomowa |
| Holandia | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Irlandia | jednopoziomowa |
| Litwa | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Luksemburg | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Łotwa | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Malta | jednopoziomowa |
| Niemcy | dwupoziomowa |
| Polska | dwupoziomowa |
| Portugalia | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Rumunia | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Słowacja | dwupoziomowa |
| Słowenia | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Szwecja | jednopoziomowa |
| Węgry | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Włochy | opcjonalnie – jednopoziomowa/dwupoziomowa |
| Wielka Brytania | jednopoziomowa |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: The European Commission, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 September 2009; F. Belot, E. Ginglinger, M. B. Slovin, M. E. Sushka, *Freedom of choice between unitary and two-tier boards*, "Journal of Financial Economics" 2014, vol. 112, s. 364–385.

(eds.), *Corporate Boards in Law and Practices: A Comparative Analysis in Europe*, Oxford University Press, Oxford 2013; F. Belot, E. Ginglinger, M. B. Slovin, M. E. Sushka, *Freedom of choice between unitary and two-tier boards*, "Journal of Financial Economics" 2014, vol. 112, s. 364–385.

W niektórych państwach w Europie występowały lub nadal występują rozwiązania hybrydowe. Na przykład na Litwie zgodnie z obowiązującym tam kodeksem cywilnym (*The Lithuanian Civil Code*) spółki nie mają obowiązku powoływania jakiegokolwiek organu. Jeśli już jednak zdecydują się na to, mają trzy możliwości. Mogą powołać samą radę nadzorczą, sam zarząd lub też organy statutowe mogą przyjąć pełną formę dwupoziomową, tj. spółka może powołać zarówno radę nadzorczą, jak i zarząd³⁵. W Danii występował, co prawda, model dwupoziomowy, ale w przeciwieństwie do innych państw o tej samej organizacji organów statutowych członkami rady nadzorczej mogli być zarządzający spółką menedżerowie i mogli zajmować do 50% miejsc w tym organie. Stąd m.in. C. Rose³⁶ nazwał model duński w połowie dwupoziomowym (*semi-two-tier*). Należy jednak wspomnieć o rozwiązaniu, które wzmacniało funkcję kontrolną rady nadzorczej w tym modelu. Otóż, ta sama osoba nie mogła w duńskich spółkach publicznych pełnić równocześnie funkcji przewodniczącego rady nadzorczej i prezesa zarządu. Dziś model duński jest modelem opcjonalnym.

W tab. 10 zamieszczono wskazania modeli organów statutowych w wybranych państwach poza Europą. Model jednopoziomowy funkcjonuje na przykład w takich państwach, jak: Australia, Indie, Japonia, Korea Południowa, Malezja, Republika Południowej Afryki czy Stany Zjednoczone. Model dwupoziomowy występuje w Chinach, Indonezji i Maroku.

Tabela 10. Organizacja organów statutowych spółek w krajach pozaeuropejskich

| Państwo | Organizacja organów statutowych |
|------------------------------|---------------------------------|
| Australia | jednopoziomowa |
| Chiny | dwupoziomowa |
| Indie | jednopoziomowa |
| Indonezja | dwupoziomowa |
| Japonia | jednopoziomowa |
| Korea Południowa | jednopoziomowa |
| Malezja | jednopoziomowa |
| Nowa Zelandia | jednopoziomowa |
| Maroko | dwupoziomowa |
| Republika Południowej Afryki | jednopoziomowa |
| Stany Zjednoczone | jednopoziomowa |

Źródło: opracowanie własne.

35 The European Commission, *Study on Monitoring and Enforcement Practices...*

36 C. Rose, *The composition of the semi-two-tier corporate boards...*

Należy również nadmienić, iż jednopoziomowy model amerykański jest często porównywany z modelem brytyjskim. Pomiędzy nimi występują jednak dość istotne różnice. Przede wszystkim w Wielkiej Brytanii najczęściej stanowiska prezesa i przewodniczącego rady są rozdzielone, a w Stanach Zjednoczonych – łączone. Dodatkowo, prawo spółek w tych dwóch krajach określa, iż członkowie brytyjskich rad powinni działać w interesie spółki, a członkowie amerykańskich rad – w interesie akcjonariuszy³⁷. W Stanach Zjednoczonych członkowie rad mają obowiązki, które są w różny sposób interpretowane i artykułowane przez poszczególne stany. Dotyczy to również tych stanów, które spółki najczęściej wybierają do inkorporowania, tj. Delaware i Virginia. Także amerykańska Komisja Papierów Wartościowych (Security and Exchange Commission) wskazuje standardy, w tym dotyczące władz spółek, które spółki publiczne muszą spełniać. Najważniejszymi prawnymi obowiązkami członków rad są:

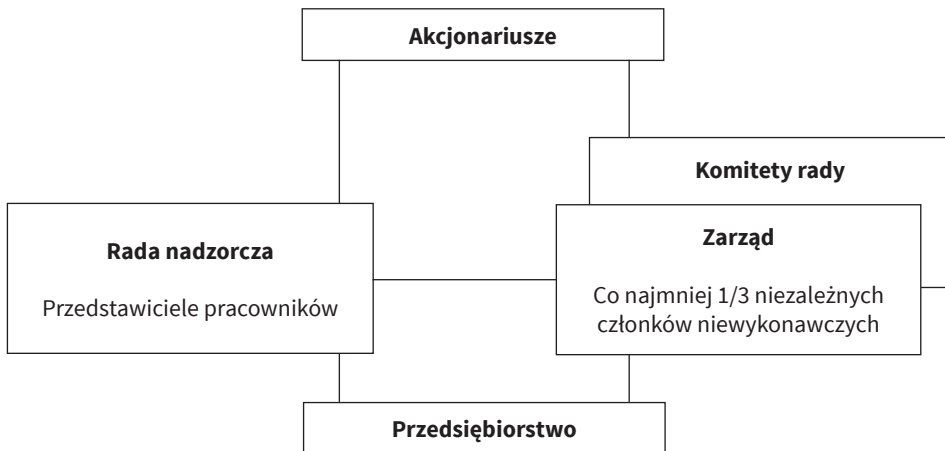
- obowiązki powiernicze wobec właścicieli (*the fiduciary duty*) – obowiązek reprezentowania i działania w najlepszym interesie akcjonariuszy spółki, co wyraża się w dążeniu do maksymalizacji wartości ich majątku poprzez wzrost wartości akcji spółki;
- obowiązek lojalności i uczciwego postępowania (*the duty of loyalty and the duty of fair dealing*) – wyraża się w poczuciu lojalności wobec spółki i jej akcjonariuszy, unikaniu konfliktów interesu utrudniających dążenie do maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy, a także przedkładania interesu spółki i jej właścicieli nad indywidualny interes członka rady;
- obowiązek należytej staranności (*the duty of care*) – obowiązek wykazywania się dbałością, należyłą starannością i rzetelnością w sprawowaniu funkcji w radzie, a także podejmowania decyzji zgodnie z najlepszą wiedzą;
- obowiązek przeciwdziałania utrwalaniu władzy w spółce (*the duty not to entrench*) – obowiązek obiektywnej oceny spółki i świadomego, nieskrępowanego podejmowania decyzji personalnych dotyczących członkostwa w radzie oraz menedżerów najwyższego szczebla w przypadku pogarszających się wyników spółek;
- obowiązek nadzoru (*the duty of supervision*) – obowiązek uczciwego sprawowania nadzoru nad spółką³⁸.

W wielu krajach poza Europą, podobnie jak zostało to wskazane dla krajów europejskich, modele organów statutowych przyjmują specyficzną formę. Taką wypracowały choćby Chiny (rys. 13). Chiński model organów statutowych

37 B. Gavott, *Tin on Top*, Nicolas Brealey Publishing, London 2003, s. 14.

38 J. L. Colley, J. L. Doyle, G. W. Logan, W. Stettinius, *What is Corporate Governance?*, McGraw-Hill, New York 2005, s. 10–13.

został opisany m.in. przez B. Trickera³⁹. W skład zarządu (*main board*) wchodzi tu zewnętrzni, niezależni członkowie (co najmniej 1/3 zarządu), a w skład rady nadzorczej (*supervisory committee*) również przedstawiciele pracowników (problem partycypacji pracowników w organach statutowych został poruszony w dalszej części tego rozdziału), co odzwierciedla chiński tradycyjny pogląd, iż to pracownicy są gospodarzami przedsiębiorstwa. W modelu chińskim nie ma jednak wskazania liczby lub kwoty pracowników w radzie. Co więcej, rada nie ma obowiązku dbania o zapewnienie stopy zwrotu z inwestycji akcjonariuszy w kapitał spółki. Nie ma również władzy związanej z zatrudnianiem lub zwalnianiem członków zarządu. Z tego powodu siła rad nadzorczych w Chinach jest niewielka i polega głównie na przekonywaniu zarządu. Zrozumienie funkcjonowania organów statutowych i relacji pomiędzy nimi nie jest możliwe bez głębszego wniknięcia w aspekty kulturowe, gdzie na przykład dużą rolę odgrywa wywieranie wpływu, czyli *guanxi*⁴⁰. W każdym razie, chiński model organów statutowych jest w rzeczywistości modelem hybrydowym, łączącym cechy modelu dwupoziomowego w wersji zbliżonej do niemieckiej oraz modelu jednopozomowego. W przeciwieństwie jednak do modelu niemieckiego nie ma określonej proporcji przedstawicieli pracowników i pozostałych członków rady nadzorczej.



Rysunek 13. Struktura organów statutowych chińskich spółek publicznych

Źródło: jak do rys. 9, s. 195.

³⁹ B. Tricker, *Corporate Governance...*

⁴⁰ V. T. Le, T. Buck, *State ownership and listed firm performance: A universally negative governance relationship?*, "Journal of Management and Governance" 2011, vol. 15, no. 2, s. 227–248.

3. Polski model zarządzania i nadzorowania działalności spółek

W Polsce, jak w innych państwach, gdzie funkcjonuje model dwupoziomowy, na czele spółek stoją dwa organy, tj. organ zarządczy, czyli zarząd i organ nadzorczy, czyli rada nadzorcza, a prawo ściśle rozdziela ich kompetencje. Oba organy działają w sposób kolegialny, a podjęcie przez nie większości decyzji wymaga podjęcia uchwały⁴¹. Kompetencje obu organów są określone w Kodeksie spółek handlowych. Zgodnie z nim rady nadzorcze nie mają możliwości wydawania poleceń członkom zarządów, a ich podstawowym zadaniem jest nadzór nad spółkami we wszystkich obszarach działalności spółek. W praktyce rady często podejmują uchwały, które wyrażają ich opinie na temat konkretnych projektów lub doradzają zarządom⁴².

Zarząd w polskich spółkach można sprawować jednoosobowo. W praktyce najmniejsza założona przez prawo liczebność zarządów zdarza się rzadziej niż ma to miejsce w przypadku rad nadzorczych. W badaniach liczebności organów statutowych spółek, jakie przeprowadził L. Bohdanowicz⁴³, mediana liczby członków zarządu wynosiła 3. Analiza empiryczna pokazała również, że na jego liczebność pozytywnie wpływają udziały we własności zagranicznych inwestorów oraz członków zarządów, a także wielkość spółki.

Zadaniem zarządu jest reprezentowanie spółki i prowadzenie jej spraw⁴⁴. W polskich spółkach akcyjnych rada nadzorcza nie może wydawać wiążących poleceń zarządom⁴⁵. S. Sołtysiński⁴⁶ podnosi, że zarząd spółki jest jedynym jej stałym organem, z tego powodu doktryna prawa wypracowała stanowisko, że do jego kompetencji należy wszystko, czego prawo nie zastrzega do kompetencji innych organów, tj. walnego zgromadzenia akcjonariuszy lub rady nadzorczej. Na podstawie art. 393 k.s.h. decyzji walnego zgromadzenia wymagają na przykład takie sprawy, jak:

- rozpatrzenie i zatwierdzenie sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok obrotowy, a także udzielenie absolutorium członkom organów spółki z wykonania przez nich obowiązków;

41 S. Sołtysiński, *Corporate Boards in Poland*, [w:] P. Davis, K. J. Hopt, R. Nowak, J. van Solinge (eds.), *Corporate Boards in Law and Practices...*, s. 524.

42 Szerzej: J. Jeżak, L. Bohdanowicz, *Rola i funkcje rady nadzorczej w grupie kapitałowej*, [w:] B. Nogalski, P. Walentynowicz (red.), *Zarządzanie w grupach kapitałowych: aspekty organizacyjne, finansowe, właścicielskie i personalne*, Wyd. Wyższej Szkoły Administracji i Biznesu im. E. Kwiatkowskiego w Gdyni, Gdynia 2004, s. 283–294.

43 L. Bohdanowicz, *Czynniki wpływające na liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 397–415.

44 Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037, art. 368.

45 Ibidem, art. 375.

46 S. Sołtysiński, *Corporate Boards...*, s. 423.

- postanowienie dotyczące roszczeń o naprawienie szkody wyrządzonej przy zawiązaniu spółki lub sprawowaniu zarządu albo nadzoru;
- zbycie i wydzierżawienie przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienie na nich ograniczonego prawa rzeczowego;
- nabycie i zbycie nieruchomości, użytkownika wieczystego lub udziału w nieruchomości, chyba że statut stanowi inaczej;
- emisja obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa i emisja warrantów subskrypcyjnych, o których mowa w art. 453 § 2 k.s.h., tj. papiery wartościowe imienne lub na okaziciela uprawniające ich posiadacza do zapisu lub objęcia akcji, z wyłączeniem prawa poboru;
- nabycie własnych akcji w przypadku określonym w art. 362 § 1 pkt 2 (czyli nabycie akcji, które mają być zaoferowane do nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej 3 lat) oraz upoważnienie do ich nabywania w przypadku określonym w art. 362 § 1 pkt 8 (nabycie na podstawie i w granicach upoważnienia udzielonego przez walne zgromadzenie; upoważnienie powinno określać warunki nabycia, w tym maksymalną liczbę akcji do nabycia, okres upoważnienia, który nie może przekraczać 5 lat, oraz maksymalną i minimalną wysokość zapłaty za nabywane akcje, jeżeli nabycie następuje odpłatnie);
- zawarcie umowy, o której mowa w art. 7 (umowy między spółką dominującą a spółką zależną przewidującej zarządzanie spółką zależną lub przekazywanie zysku przez taką spółkę).

Rady nadzorcze w Polsce nie mogą same rozszerzać swoich uprawnień, a mogą to zrobić właściciele spółki poprzez odpowiednie zapisy w jej statucie. Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych w skład rad nadzorczych powinno wejść co najmniej 3 członków, a w spółkach publicznych co najmniej 5 członków. W praktyce większość rad nadzorczych spółek publicznych jest pięcioosobowych. Pokazały to badania na temat liczebności przeprowadzone przez L. Bohdanowicza⁴⁷, gdzie mediana liczebności organów nadzoru wyniosła 5. Badania te pokazały również, że liczba członków rady nadzorczej zależy od wielkości spółki, sektora, a także struktury własnościowej. Pozytywny wpływ na tę liczebność miał udział we własności zagranicznych inwestorów i Skarbu Państwa, zaś negatywny – własność członków zarządu.

Zgodnie z prawem spółek, co zostanie szczegółowo przedstawione w kolejnym rozdziale, rady nadzorcze mają głównie zadania związane z kontrolowaniem pracy zarządów poprzez działania *ex post*. Postuluje się jednak, żeby brały one również większy udział w działaniach *ex ante*, a w szczególności w podejmowaniu decyzji strategicznych oraz redukowaniu ryzyka istotnego dla spółek⁴⁸.

47 L. Bohdanowicz, *Czynniki wpływające na liczebność organów statutowych...*

48 J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*

4. Partycypacja pracownicza w radach nadzorczych

Występowanie modelu dwupoziomowego bywa łączone z udziałem pracowników w nadzorowaniu spółek. Na przykład C. Mayer⁴⁹, porównując dwa modele organów statutowych, tj. model amerykański (jednopoziomowy) i model niemiecki (dwupoziomowy), stwierdził, że model amerykański odzwierciedla pogląd, iż spółka akcyjna nie może być oddzielona od akcjonariuszy, a działanie w interesie spółki automatycznie oznacza działanie w ich interesie. Natomiast niemiecki model organów statutowych opiera się na założeniu, że działalność spółki wykracza poza interesy akcjonariuszy, zaś zadaniem rady jest pokonywanie różnic pomiędzy głównymi grupami interesu. I faktycznie, na przykład w Wielkiej Brytanii dyskutowano nad możliwością wprowadzenia modelu dwupoziomowego, gdy powstawał raport komisji pod przewodnictwem Alana Bullocka (*Report of the committee of inquiry on industrial democracy*). Raport ten poruszał problem udziału pracowników w radach. Stwierdzono w nim jednak, że w modelu dwupoziomowym rady nadzorcze są pasywne i raczej reagują na sytuację spółki, a nie biorą udział w kształtowaniu jej polityki i strategii. Sami twórcy raportu skłaniali się raczej ku modelowi podobnemu do duńskiego, czyli w połowie dwupoziomowemu. Ostatecznie uznano, że demokracja pracownicza może być realizowana w bardziej aktywnym modelu jednopoziomowym⁵⁰. Oczywiście partycypacji pracowniczej w Wielkiej Brytanii nie wprowadzono w życie.

Udział pracowników w radach nadzorczych w modelu dwupoziomowym jest dość powszechny, choć nie występuje on w każdym kraju mającym taki model⁵¹. Rozwiązania prawne dotyczące tego udziału występują w Niemczech, Austrii, Czechach i na Słowacji. Takiego rozwiązania nie ma natomiast w Estonii i w Polsce, gdzie tylko pojedyncze spółki je stosują. W Polsce udziału pracowników w radach nadzorczych nie przewiduje Kodeks spółek handlowych, a ich obecność wcześniej wynikała głównie z przepisów ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Takiego rozwiązania nie ma również w Danii, gdzie w części spółek występuje również model dwupoziomowy. Prawo reguluje jednak udział pracowników w radach w niektórych państwach, gdzie funkcjonuje model opcjonalny (Finlandia, Francja, Słowenia, Węgry) i jednopoziomowy

49 C. Mayer, *Nadzór nad działalnością spółek w gospodarce rynkowej i w gospodarce okresu transformacji*, [w:] M. Hessel (red.), *W poszukiwaniu skutecznej rady, czyli o kontroli spółek akcyjnych w gospodarce rynkowej*, Wyd. Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1995, s. 27–54.

50 P. Davis, *The Bullock Report and employee participation in corporate planning in the UK*, "Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation" 1998, no. 1, s. 245–272.

51 S. Rudolf, *Udział przedstawicieli załogi w radach nadzorczych spółek w nowych krajach Unii Europejskiej*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 393–408.

(Szwecja). Rozwiązania te przedstawiono w tab. 11. W Słowenii pracownicy mogą wybierać swojego przedstawiciela nie tylko w radach nadzorczych, lecz także w zarządach i analogicznie członka wewnętrznego, gdy w spółce jest praktykowany model jednopoziomowy⁵².

Tabela 11. Przedstawiciele pracowników w różnych modelach organów statutowych w Europie

| Państwo | Reprezentacja pracowników w radzie |
|----------------|--|
| Austria | Pracownicy mają prawo delegowania jednego przedstawiciela do rady na każdych dwóch przedstawicieli akcjonariuszy. |
| Czechy | W spółkach powyżej 50 pracowników 1/3 rady stanowią przedstawiciele pracowników. |
| Finlandia | Prawo umożliwia reprezentację pracowników w radach spółek, które zatrudniają powyżej 150 pracowników. |
| Francja | Pracownicy mogą być powoływani do rady, ale ich liczba nie powinna przekraczać 1/3 wszystkich członków. Reprezentacja pracowników do rady powinna być powołana, kiedy udział we własności pracowników wynosi 3 lub więcej procent. |
| Niemcy | Zasada współstanowienia – połowę rad dużych spółek (o liczbie powyżej 2000 pracowników) stanowią przedstawiciele pracowników. |
| Słowacja | W spółkach powyżej 50 pracowników 1/3 rady stanowią przedstawiciele pracowników. |
| Słowenia | Gdy w spółce funkcjonuje model jednopoziomowy, to pracownicy mają prawo wskazania co najmniej jednego członka rady dyrektorów. Natomiast jeśli w spółce funkcjonuje model dwupoziomowy, to przedstawiciele mogą stanowić od 1/3 do 1/2 członków rady dyrektorów. |
| Szwecja | Pracownicy mają prawo powołania do 3 członków rady. W spółkach publicznych ich liczba nie może być jednak większa niż liczba członków powołanych przez walne zgromadzenie. |
| Węgry | Jeśli liczba pracowników zatrudnionych na pełny etat w spółce przekracza 200 osób, to mają oni prawo udziału w nadzorowaniu spółki. Liczba przedstawicieli pracowników w radzie spółki powinna wynosić 1/3 jej wszystkich członków. Umowa pomiędzy radą pracowniczą a zarządzającymi w spółce może przewidywać inne rozwiązanie. |

Źródło: jak do tab. 9.

Oczywiście, najbardziej znanymi na świecie rozwiązaniami w zakresie partycypacji pracowniczej są rozwiązania niemieckie i stąd łączenie w różnych opracowaniach tej partycypacji z modelem dwupoziomowym. Warto pokrótce się do nich się odnieść. Otóż, w 1951 r. wprowadzono tam ustawę, która zapewniła udział pracowników w radach przedsiębiorstw z przemysłu górniczego i hutni-

52 The European Commission, *Study on Monitoring and Enforcement Practices...*

czego zatrudniających ponad 1000 pracowników. S. Rudolf⁵³ podaje przykład rady nadzorczej z tych przemysłów. Jak podkreśla, w typowej 10-osobowej radzie nadzorczej 5 miejsc należy do przedstawicieli pracowników, ale faktycznie tylko dwa z nich są obsadzane przez członków załogi przedsiębiorstwa (jedno przez robotnika i jedno przez pracownika umysłowego), przy czym najczęściej jednym z nich jest przewodniczący rady zakładowej. Trzej pozostali członkowie rady nadzorczej są w rzeczywistości mianowani przez związki zawodowe i mogą pochodzić spoza przedsiębiorstwa.

Udział pracowników w niemieckich radach nadzorczych został ugruntowany ustawą o współdecydowaniu pracowników z dnia 4 maja 1976 r. Zgodnie z nią przedstawiciele pracowników są członkami rad nadzorczych również w spółkach z innych branż. Ustawa ta stanowi, iż w spółkach o zatrudnieniu powyżej 2000 pracowników przedstawiciele pracowników stanowią połowę członków organu nadzoru, natomiast w spółkach o zatrudnieniu poniżej 2000 pracowników przedstawiciele pracowników zajmują 1/3 miejsc w radzie⁵⁴. W tych spółkach reprezentacja pracownicza jest zdominowana przez członków rad zakładowych, którzy stanowią około 2/3 członków tych organów, w tym 1/3 członków rad będących przedstawicielami pracowników stanowią działacze związkowi⁵⁵.

Ustanowienie obligatoryjnej reprezentacji pracowniczej w radach nadzorczych polskich spółek nie wydaje się możliwe. Taka dyskusja w Polsce w zasadzie nie istnieje, a problem jest poruszany tylko w nielicznych opracowaniach⁵⁶. Nie są nim zainteresowani inwestorzy, co jest zrozumiałe, ale także – co ciekawe – związki zawodowe. Podkreśla to S. Rudolf⁵⁷ i dodaje, że związki obawiają się przerzucania na pracowników odpowiedzialności za funkcjonowanie spółki i osłabienia ich pozycji przetargowej w rozmowach z pracodawcami. Ponadto S. Rudolf wskazuje na wady tego rozwiązania. Zalicza do nich przede wszystkim jednostronność zachowań członków rady będących przedstawicielami pracowników, udostępnianie im poufnych informacji czy blokowanie przez nich ważnych decyzji. Z tych powodów zasada współstanowienia jest często krytykowana i wskazywana jako jedna z przyczyn osłabienia roli rad spółek. W Niemczech znane są przypadki zatajania przez menedżerów informacji przed organami nadzoru, by te nie przedostały się zbyt wcześnie do otoczenia. Często przytaczano chociażby przypadek, gdy zarząd spółki Daimler poinformował radę o planowanej fuzji z amerykańską spółką Chrysler 6 maja 1998 r., a tego samego dnia wiadomość ta w Stanach Zjednoczo-

53 S. Rudolf, *Przedstawicielstwo pracownicze w organach nadzoru korporacyjnego – tendencje zmian*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 387–403.

54 S. Rudolf, *Udział przedstawicieli załogi...*; Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 68–76.

55 Ibidem.

56 S. Rudolf, *Udział przedstawicieli załogi...*

57 Ibidem.

nych została podana przez dziennik „The Wall Street Journal”, zaś już następnego dnia została ogłoszona oficjalnie fuzja obu korporacji⁵⁸.

Warto również za K. Szuldrzyńskim, I. Koładkiewicz i T. Magdą⁵⁹ przytoczyć inne wady i zalety udziału pracowników w radach nadzorczych. Za zaletę uznali oni zwiększenie poczucia identyfikacji pracowników z firmą, łatwiejszą komunikację oraz zrozumienie pomiędzy decydentami i załogą, a za wartość dodaną – wnoszoną przez pracowników do rady dobrą znajomość spółki i branży. Natomiast za wady udziału pracowników w radach nadzorczych uznano brak ich niezależności oraz reprezentowanie interesów pracowników i wysuwanie ich na pierwszy plan, co nie zawsze musi być zgodne z długofalową strategią spółek. Te wady sprawiają, że na przykład w niemieckim systemie partycypacyjnym akcjonariusze starają się kontrolować posiedzenia rad poprzez liczne rozwiązania organizacyjne. Przede wszystkim przewodniczącym rady nadzorczej jest zawsze przedstawiciel akcjonariuszy, a dopiero jego zastępcą przedstawiciel pracowników. Są też inne rozwiązania. M. Roe⁶⁰ wskazuje, iż ponad połowa niemieckich rad wdrożyła co najmniej jedno z poniższych rozwiązań:

- drugim wiceprzewodniczącym rady, obok powołanego z grona przedstawicieli pracowników, został przedstawiciel akcjonariuszy;
- komisje lub zespoły są kontrolowane przez przedstawicieli akcjonariuszy;
- wzmocniono władzę przewodniczącego w zakresie kontroli porządku dziennego posiedzeń rady;
- wprowadzono zasadę kworum w czasie obrad rady, która faworyzuje przedstawicieli akcjonariuszy;
- wzmocniono władzę przewodniczącego poprzez nadanie mu uprawnień do zmiany terminu podjęcia decyzji, jeśli nie może on być obecny podczas obrad;
- przyznano, w przypadku równej liczby głosów za i przeciw podczas podejmowania uchwały, dodatkowe prawo głosu przewodniczącemu;
- ograniczono uprawnienia członków do wydawania jakichkolwiek oświadczeń poza posiedzeniami rady.

Przytoczone powyżej rozwiązania wskazują, że nawet w Niemczech, gdzie udział pracowników w radach nadzorczych jest najmocniej zakorzeniony w systemie ładu korporacyjnego, dostrzegane są jego poważne niedogodności. W Polsce raczej nie należy się spodziewać w najbliższej przyszłości wprowadzenia podobnego rozwiązania. A jeśli zatem rady nadzorcze w Polsce nie służą współdziałaniu właścicieli i pracowników, to należałoby się zastanowić nad takimi zmianami w funkcjonowaniu

58 F. Neubauer, U. Steger, G. Rädler, *The Daimler/Chrysler merger: The involvement of the boards*, „Corporate Governance: An International Review” 2000, vol. 8, no. 4, s. 375–387.

59 K. Szuldrzyński, I. Koładkiewicz, T. Magda, *Rady nadzorcze 2014. Skuteczność rad nadzorczych w spółkach publicznych notowanych na GPW. Badanie 2011–2012*, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2014.

60 M. J. Roe, *Codetermination and German securities markets*, [w:] M. Blair, M. J. Roe (eds.), *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution, Washington 2010, s. 194–205.

organów statutowych w Polsce, aby lepiej wykorzystać ich potencjał i dostosować te organy do potrzeb różnych spółek. Innymi słowy, warto byłoby rozważyć wprowadzenie bardziej elastycznych rozwiązań prawnych dotyczących ich działania.

5. Aktywność rad nadzorczych jako pochodna zastosowanego modelu funkcjonowania spółek

Model nadzorowania i zarządzania spółkami wpływa – co zostało już wspomniane – na funkcje sprawowane przez organy statutowe spółek, a tym samym na zaangażowanie rad spółek w proces zarządzania strategicznego. Wskazanie zupełnie innych funkcji organów statutowych w modelu jednopoziomowym oraz w modelu dwupoziomowym było przedmiotem wielu opracowań naukowych. Różnice te zostały przedstawione w różny sposób w pracach autorstwa A. Demba i F. Neubauera⁶¹, B. Trickera⁶², E. Fama i M. Jensena⁶³, F. Hilmera⁶⁴, R. Pahla i J. Winklera⁶⁵, B. Baysingera i R. Hoskissona⁶⁶ oraz S. Zahry i J. Pearce'a⁶⁷, a ich zestawienia podjął się G. Maassen⁶⁸. To zestawienie zostało ujęte w tab. 12. Widoczna jest tutaj kompleksowa odpowiedzialność rady dyrektorów za spółkę w modelu jednopoziomowym i równocześnie czytelny podział obowiązków pomiędzy radę nadzorczą oraz zarząd w modelu dwupoziomowym.

Tabela 12 i przytoczone w niniejszym rozdziale wyniki badań, a także przywołane opinie jasno pokazują, że odpowiedzialność rad dyrektorów za strategię spółek w modelu jednopoziomowym jest dużo większa i należy ona do podstawowych zadań tych organów. W modelu dwupoziomowym, gdzie funkcje są rozdzielone pomiędzy dwa organy, za strategię odpowiadają przede wszystkim zarządy jako organy wykonawcze. Rady nadzorcze koncentrują się głównie na doradzaniu, monitorowaniu zarządów oraz zatwierdzaniu ich decyzji po wcześniejszej dyskusji na temat zgodności tych decyzji ze strategiami spółek.

61 A. Demb, F. Neubauer, *The Corporate Board. Confronting the Paradoxes*, Oxford University Press, New York 1992.

62 B. Tricker, *Corporate Governance...*

63 E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of ownership and control*, "Journal of Law and Economics" 1983, vol. 26, no. 2, s. 301–325.

64 F. Hilmer, *The governance research agenda: A practitioner's perspective*, "Corporate Governance: An International Review" 1993, vol. 1, no 1, s. 26–32.

65 R. E. Pahl, J. T. Winkler, *The economic elite: Theory and practice*, [w:] P. Stanworth, A. Giddens (eds.), *Elites and Power in British Society*, Cambridge University Press, Cambridge 1974.

66 B. Baysinger, R. E. Hoskisson, *The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy*, "Academy of Management Review" 1990, vol. 15, no. 1, s. 72–87.

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

68 G. F. Maassen, *An International Comparison of Corporate Governance Models...*

Tabela 12. Funkcje organów statutowych – porównanie w różnych opracowaniach

| RADA JEDNO-POZIOMOWA | RADA DWUPOZIOMOWA | | Autorzy |
|---|---|--|---|
| | Rada dyrektorów | Zarząd | |
| Funkcje nadzorcze i zarządcze | Funkcje zarządcze | Funkcje nadzorcze | A. Demb, F. Neubauer, <i>The Corporate Board. Confronting the Paradoxes</i> , Oxford University Press, New York 1992 |
| Zapewnienie odpowiedzialności, nadzór, formułowanie strategii, kształtowanie polityki | Formułowanie strategii i kształtowanie polityki | Zapewnienie odpowiedzialności i nadzór | B. Tricker, <i>Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices</i> , Oxford University Press, Oxford 2009 |
| Decyzje zarządcze i decyzje kontrolne | Decyzje zarządcze | Decyzje kontrolne | E. F. Fama, M. C. Jensen, <i>Separation of ownership and control</i> , "Journal of Law and Economics" 1983, vol. 26, no. 2 |
| Rola związana z poprawą wyników i rola związana z monitorowaniem | Rola związana z poprawą wyników | Rola związana z monitorowaniem | F. Hilmer, <i>The governance research agenda: A practitioner's perspective</i> , "Corporate Governance: An International Review" 1993, vol. 1, no 1 |
| Podejmowanie decyzji i korzystanie z decyzji podjętych | Podejmowanie decyzji | Korzystanie z decyzji podjętych | R. E. Pahl, J. T. Winkler, <i>The economic elite: Theory and practice</i> , [w:] P. Stanworth, A. Giddens (eds.), <i>Elites and Power in British Society</i> , Cambridge University Press, Cambridge 1974 |
| Kontrola strategiczna i finansowa | Nieokreślone | Kontrola strategiczna i finansowa | B. Baysinger, R. E. Hoskisson, <i>The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy</i> , "Academy of Management Review" 1990, vol. 15, no. 1 |
| Rola wykonawcza, kontrolna i strategiczna | Rola wykonawcza i strategiczna | Rola kontrolna | S. Zahra, J. Pearce, <i>Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model</i> , "Journal of Management" 1989, vol. 15, no. 2 |

Źródło: jak do tab. 8, s. 60.

W modelu jednopoziomowym, gdzie wszyscy dyrektorzy są członkami jednego organu, rady dyrektorów jako organy kolegialne mogą wykorzystywać opinie zarówno członków wewnętrznych, którzy mają pogłębioną wiedzę o spółce i jej otoczeniu konkurencyjnym, jak i opinie członków zewnętrznych, którzy często mają wiedzę mniej szczegółową, ale za to szeroką, a dodatkowo prezentują zewnętrzne spojrzenie na problemy spółek. Pozwala im to zazwyczaj na dostrzeżenie szczegółów, których mogą nie dostrzegać członkowie wewnętrzni. Oczywiście, w modelu dwupoziomowym podobną wiedzę mają członkowie rad nadzorczych, ale trzeba pamiętać, że to zarządy – zgodnie z rozwiązaniami kodeksowymi – są odpowiedzialne za zarządzanie operacyjne i strategiczne. Jest to zupełnie inna sytuacja od tej, która występuje w modelu jednopoziomowym, gdzie odpowiedzialność za strategię jest jedną z kluczowych funkcji rad dyrektorów, za której realizację taką samą odpowiedzialność ponoszą wszyscy bez wyjątku członkowie, czyli zarówno członkowie wewnętrzni, jak i członkowie zewnętrzni.

Dodatkowo, w wielu państwach – jak zostało to już opisane – członkami rad nadzorczych (rad dyrektorów) są przedstawiciele pracowników. Ich wkład w kreowanie strategii spółek jest niejednoznaczny. Z jednej strony mogą oni przyczynić się do lepszego projektowania strategii, gdyż posiadają często pogłębioną wiedzę o spółce i jej otoczeniu. Z drugiej strony jednak, jak pokazują doświadczenia wielu spółek, koncentrują się oni głównie na ochronie interesów dotychczasowych pracowników, co w przypadku decyzji strategicznych, które czasami wymagają również zmiany struktury zasobów spółek, w tym zasobów ludzkich, może utrudniać podejmowanie kluczowych decyzji strategicznych. To wydaje się jeden z najważniejszych argumentów przeciw partycypacji przedstawicieli pracowników w organach statutowych spółek.

Mając na uwadze wszystkie wady i zalety obu modeli, kluczowe staje się pytanie o to, który model jest lepszy i w jakim kierunku powinny zmierzać zmiany polskiego modelu organów zarządzania i nadzorowania działalności spółek w Polsce. Ma to również znaczenie z punktu widzenia zaangażowania rad nadzorczych w proces zarządzania strategicznego. W niektórych opracowaniach, na przykład A. Nartowskiego⁶⁹, T. Siemiątkowskiego⁷⁰, J. Jeżaka⁷¹ czy L. Bohdanowicza⁷², proponowano wprowadzenie zmian, które pozwalałyby spółkom na implementację modeli jednopoziomowych. Mogłoby to polegać na wprowadzeniu w Polsce modelu opcjonalnego. W ostatnich latach takie rozwiązanie przyjęto na przykład w Słowenii w 2006 r. czy w Holandii w 2012 r. Dałoby to spółkom możliwość dostosowania struktury organów statutowych do ich struktur własnościowych,

69 A. S. Nartowski, *Zmierch dwupłatowców?*, „Gazeta Bankowa”, 28.02.2002.

70 T. Siemiątkowski, *System monistyczny ładu korporacyjnego – krok ku przyszłości*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 11.

71 J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*

72 L. Bohdanowicz, *Directions of change in the Polish two-tier board model*, „Journal of Positive Management” 2014, vol. 5, no. 1, s. 21–30.

otoczenia konkurencyjnego i realizowanej strategii, a równocześnie wzmocniło pozycję rad w całym procesie zarządzania strategicznego.

Przytoczone wyniki badań pokazują, że rady spółek mają szeroki wachlarz różnorodnych zadań. Wymagają one od ich członków rozległej wiedzy i umiejętności, w tym umiejętności współpracy, która pozwala tym organom efektywnie i kolegalnie podejmować decyzje. W świetle opisanych badań ważne jest również wzmocnienie niektórych funkcji, w szczególności związanych z podejmowaniem decyzji strategicznych w spółkach oraz wspomaganie zarządów na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego.

Rozdział V

Rady nadzorcze w polskim systemie *corporate governance* – przegląd badań

1. Rola rad nadzorczych w świetle teorii ładu korporacyjnego

Ład korporacyjny nie wypracował jednej, obszernej teorii oraz jednego, akceptowanego przez wszystkich, wspólnego paradygmatu, który w sposób kompleksowy opisywałby rolę rad spółek. A. Pettigrew¹ podkreślał, iż łaadowi korporacyjnemu brakuje spójności, zarówno empirycznej, jak i metodycznej oraz teoretycznej, i dlatego są podejmowane fragmentaryczne próby zrozumienia oraz wyjaśnienia, w jaki sposób przebiega kierowanie spółkami. Dotyczy to także rad spółek. Wyjaśnieniem ich roli, na co zwracają uwagę na przykład L. Bohdanowicz², J. Jeżak³ i I. Kołodkiewicz⁴, zajmują się poszczególne teorie, a każda z nich skupia się na innych aspektach funkcjonowania organów statutowych.

Za podstawową teorię ładu korporacyjnego uważa się teorię agencji⁵. Teoria ta głosi, że w spółce występuje konflikt interesu pomiędzy właścicielami (pryncypałami) a menedżerami (agentami). Każda ze stron dąży do zwiększenia własnej użyteczności, co prowadzi do zmniejszenia użyteczności drugiej strony. Właściciele, jako dawcy kapitału, chcą jak największej stopy zwrotu z niego.

1 A. Pettigrew, *On studying managerial elites*, "Strategic Management Journal" 1992, vol. 13, no. S2, s. 163–182.

2 L. Bohdanowicz, *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.

3 J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.

4 I. Kołodkiewicz, *Rada dyrektorów (rada nadzorcza) jako podstawowy wewnętrzny mechanizm nadzoru korporacyjnego* [w:] D. Dobija, I. Kołodkiewicz, *Ład korporacyjny*, Oficyna, Warszawa 2011.

5 M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, vol. 3, no. 4, s. 305–360; K. Eisenhardt, *Agency theory: An assessment and review*, "Academy of Management Review" 1989, vol. 14, no. 1, s. 57–74.

Menedżerowie dążą zaś do zwiększenia własnych dochodów. Zgodnie z teorią agencji menedżerowie są na uprzywilejowanej pozycji, gdyż dzięki dostępowi do informacji lub brakowi zaangażowania rozproszonych akcjonariuszy kontrolują spółki. Rady nadzorcze (rady dyrektorów) to, jak głosi ta teoria, jeden z mechanizmów zbliżania rozbieżnych interesów tych grup oraz mechanizm zapewnienia, że spółki maksymalizują wartość dla akcjonariuszy. Zgodnie z teorią agencji głównym zadaniem rad spółek jest kontrolowanie menedżerów oraz wybór i ewentualne zwalnianie ich, gdy efekty ich działania nie są zadowalające dla właścicieli.

Ponadto istnieje teoria zależności od zasobów, nazywana w Polsce również teorią zasobową⁶. Zgodnie z nią rada spółki może stanowić jej istotny zasób. Członkowie rady wnoszą do spółek swoją wiedzę, doświadczenie i umiejętności, a także tworzą sieci kontaktów łączących spółki z otoczeniem, zapewniając w ten sposób dostęp do krytycznych zasobów. A. Hillman i T. Dalziel⁷ do zasobów dostarczanych przez członków rad zaliczają na przykład legitymizację funkcjonowania spółki, ekspertyzy z różnych dziedzin, budowanie relacji z ważnymi interesariuszami, pomoc w pozyskaniu kapitału, umiejętność absorpcji innowacji, pomoc w podejmowaniu ważnych dla spółki decyzji.

Teoria służebności lub inaczej teoria zarządcy stoi natomiast w opozycji do teorii agencji i zakłada, że konflikt interesów w spółce nie występuje⁸. Menedżerowie są godnymi zaufania powiernikami kapitału dostarczonego spółkom przez właścicieli i działają w ich interesie, gdyż takie działanie jest również korzystne dla nich. W ten sposób samorealizują się i mogą osiągać coraz to lepszą pozycję zawodową, a także są lepiej postrzegani przez środowisko biznesowe. Tym samym teoria ta kładzie duży nacisk na współdziałanie, również rad nadzorczych i zarządów, które ma prowadzić do kreowania wartości dla akcjonariuszy. I. Koładkiewicz⁹ dodaje, że teoria służebności wskazuje na strategiczną rolę rady, wynikającą z jej wpływu na najważniejsze decyzje w spółce, udziału w realizacji misji i osiągnięcia przez spółkę założonych celów.

6 J. Pfeffer, G. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York 1978; A. Hillman, T. Dalziel, *Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives*, "Academy of Management Review" 2003, vol. 28, no. 3, s. 383–396; A. J. Hillman, A. A. Cannella, R. L. Paetzold, *The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change*, "Journal of Management Studies" 2000, vol. 37, no. 2, s. 235–256.

7 A. Hillman, T. Dalziel, *Boards of directors and firm performance...*

8 L. Donaldson, J. Davis, *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, "Australian Journal of Management" 1991, vol. 16, no. 1, s. 49–64; M. Fox, R. Hamilton, *Ownership and diversification: Agency theory and stewardship theory*, "Journal of Management Studies" 1994, vol. 31, no. 1, s. 69–81.

9 I. Koładkiewicz, *Rada dyrektorów (rada nadzorcza) jako podstawowy wewnętrzny mechanizm...*

Kolejną teorią ładu korporacyjnego, która odnosi się do funkcji rad spółek, jest teoria hegemonii menedżerskiej. Postrzega ona rolę rad instrumentalnie i traktuje je jako narzędzie wspierania decyzji menedżerskich¹⁰. Opisuje ona sytuację, w której decyzje strategiczne podejmowane są przez menedżerów. Menedżerowie ci mają uprzywilejowaną pozycję w spółce, zatem zbyt słabe rady przede wszystkim akceptują te decyzje, często niemal całkowicie bezkrytycznie. R. Kosnik¹¹ podkreśliła, że teoria hegemonii menedżerskiej opisuje rady jako organy, które mimo formalnej władzy nad menedżerami są w rzeczywistości przez nich manipulowane lub nawet zdominowane, a przez to są nieefektywne w zbliżaniu interesów właścicieli i menedżerów. Oczywiście w modelu dwupoziomowym rady nadzorcze nie wydają poleceń zarządowi, ale potencjalnie silna pozycja rad nadzorczych powinna wynikać z możliwości odwoływania i powoływania organów zarządczych spółek, a dodatkowo z zatwierdzania ich najważniejszych decyzji. W praktyce wielu spółek jest jednak inaczej. Wyniki badań R. Kosnik¹², a także umiejscowienie prawne rad spółek w modelu dwupoziomowym oraz wynikające z niego funkcje kodeksowe sugerują jednak, że radom nadzorczym często przypisuje się rolę, której one w rzeczywistości nie odgrywają.

Wyraźną różnicę pomiędzy opisywanymi w literaturze zadaniami rad a zadaniami rzeczywiście przez nie realizowanymi zauważył też M. Mace¹³. Mocno skrytykował on przy tym zarówno te organy, jak i ich członków, nazywając ich wprost „ozdobami na korporacyjnej bożonarodzeniowej choince” (*ornaments on a corporate Christmas tree*), zaś same rady określił jako „kluby starszych chłopców” (*old boys clubs*) i „gumowe pieczątki” (*rubber stamps*). Także P. Drucker¹⁴ odniósł się do rad spółek krytycznie, oceniając, że są one fikcją prawną, która jest bezsilna i nastawiona na ceremonialne zachowania (*an impotent ceremonial and legal fiction*).

Teoria hegemonii menedżerskiej wskazuje na bezsilność rad spółek w wykonywaniu funkcji kontrolnej i brak możliwości realnego zaangażowania się w proces zarządzania strategicznego, na co wpływ ma również sposób wyboru członków rad nadzorczych. W wielu spółkach na ten wybór mają wpływ menedżerowie najwyższego szczebla. Tym samym członkowie rady, jak wskazuje R. Kosnik¹⁵, mogą nie mieć ochoty lub siły przeciwstawiać się menedżerom, a to prowadzi do bezkrytycznego zatwierdzania propozycji zarządów. Innymi wskazanymi przez Kosnik przyczynami nieefektywnego wykonywania funkcji przez rady są: brak

10 H. Hung, *A typology of the theories of the roles of governing boards*, “Corporate Governance: An International Review” 1998, vol. 6, no. 2, s. 101–111.

11 R. D. Kosnik, *Greenmail: A study of board performance in corporate governance*, “Administrative Science Quarterly” 1987, vol. 32, no. 2, s. 163–185.

12 Ibidem.

13 M. L. Mace, *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston 1971.

14 P. Drucker, *Management: Tasks, Responsibilities, Practices*, Harper and Row, New York 1974.

15 R. D. Kosnik, *Greenmail...*

wiedzy o problemach spółek, zależność informacyjna od menedżerów i zależność od wskazówek przekazywanych przez nich, a także nadmierne przywiązywanie członków rad do stanowisk w tych organach, co jest związane m.in. z ich wynagrodzeniami oraz osobistym prestiżem wynikającym z zasiadania w radach.

Wspomniane powyżej cztery teorie są najczęściej opisywane w kontekście wyznaczania roli rad spółek. Dotykają one odmiennych problemów i ukazują inne aspekty funkcjonowania tych organów. Są również dobrym tłem dla opisanego ich funkcji i wskazania priorytetowych zadań.

2. Funkcje rad spółek – przegląd światowej literatury

Niezależnie od opisanego w rozdziale IV modelu zarządzania i nadzorowania spółek, rady w każdym z nich mają za zadanie kontrolowanie menedżerów, zawiadywanie ich najważniejszych decyzji oraz doradzanie im w sprawach strategicznych i operacyjnych. Różnica pomiędzy modelami, jak zaznaczył B. Tricker¹⁶, wynika przede wszystkim z aktywności tych organów. Autor ten podzielił zadania rad na cztery grupy i stwierdził, że są one związane zarówno z kształtowaniem wyników (ang. *performance*), jak i prawidłowym funkcjonowaniem spółek (ang. *conformance*). W ramach działań dotyczących kształtowania wyników, rady biorą udział w formułowaniu strategii (ang. *strategy formulation*) oraz kreowaniu polityki (ang. *policy making*). Natomiast w ramach działań związanych z prawidłowym funkcjonowaniem, rady koncentrują się na zapewnieniu odpowiedzialności menedżerów, w tym transparentności wobec interesariuszy (ang. *accountability*) oraz na nadzorowaniu działań wykonawczych (ang. *supervising executive activities*) – rys. 14. Stopień zaangażowania rad w poszczególne funkcje – jak podkreślił B. Tricker¹⁷ – będzie inny w modelu jednopoziomowym, a inny w modelu dwupoziomowym. W modelu jednopoziomowym rady są bardziej aktywne niż w modelu dwupoziomowym, stąd ich zaangażowanie w realizację wszystkich funkcji jest większe.

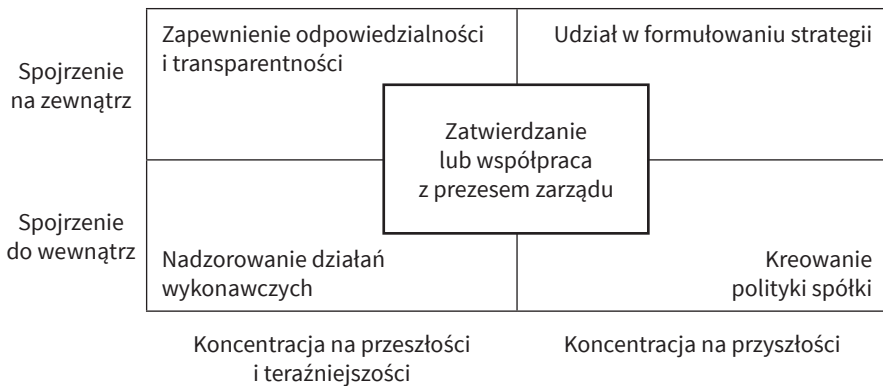
B. Tricker¹⁸ opisuje też szczegółowo poszczególne funkcje rad i odnosi się do podziału obowiązków pomiędzy radami a prezesem spółki i menedżerami. Formułowanie strategii w powszechnej opinii, jak wskazuje B. Tricker, należy przede wszystkim do menedżerów. W szczególności dotyczy to rad spółek zdominowa-

16 B. Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2009.

17 Ibidem.

18 Ibidem.

nych przez członków zewnętrznych, co przez analogię można również odnieść do rad nadzorczych w modelu dwupoziomowym. Autor ten wskazuje jednak, że członkowie rad dyrektorów są nazywani dyrektorami, a słowo to pochodzi od angielskiego słowa *direct*, oznaczającego „kierunek”. Nawet to wskazuje, że są oni od wskazywania kierunku działania spółki, a tym samym powinni angażować się w proces formułowania strategii. W proces ten są oczywiście zaangażowani menedżerowie i zewnętrzni konsultanci, ale równocześnie muszą być również włączeni członkowie rad.



Rysunek 14. Podstawowe funkcje rad spółek według B. Trickera

Źródło: B. Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2009, s. 120.

Dalej B. Tricker podkreśla, iż strategię nie pozostają niczym innym, jak intencjami, dopóki nie zostaną przełożone na plany operacyjne. Polityka spółki jest tym samym zawarta w zasadach, procedurach i planach, poprzez które rada może wskazywać zarządowi kierunki działania i jego ograniczenia. Oczywiście, menedżerowie najwyższego szczebla biorą duży udział w ich kształtowaniu, a potem sami je implementują. Tym niemniej rada spółki powinna stale kontrolować politykę spółki, a czasami nawet włączać się w jej kształtowanie.

W przypadku nadzorowania działań wykonawczych większość spółek, zarówno dużych, jak i małych, koncentruje się na miarach finansowych i te miary są dla rad nadzorczych podstawą oceny menedżerów. B. Tricker uważa jednak, że nadzorowanie powinno objąć system budżetowania oraz polegać również na porównywaniu osiągniętych przychodów i kosztów z planowanymi w budżecie.

Zapewnienie odpowiedzialności i przejrzystości działania wiąże się z przejrzystością działania oraz raportowaniem. Ma ono dziś w nowoczesnych spółkach szeroki charakter i – jak dodaje B. Tricker – dotyczy nie tylko przejrzystego działania wobec akcjonariuszy, lecz także innych interesariuszy. Często spółki wycho-

dzą naprzeciw ich oczekiwaniom i prezentują dane, które interesują pracowników, klientów czy społeczeństwo jako całość (np. dane związane z działaniami na rzecz ochrony środowiska i zrównoważonym rozwojem). Nie jest to jednak podejście, które reprezentują wszystkie spółki. Wiele z nich, nawet w rozwiniętych gospodarkach, przyjmuje założenie, iż powinny prezentować tylko tyle informacji, ile wymaga od nich prawo.

Wreszcie, B. Tricker zauważa, że istnieją dynamiczne relacje pomiędzy funkcjami rady spółki. Otóż, formułowanie strategii jest procesem prowadzącym do kreowania polityki spółki, co daje podstawę do nadzorowania działań wykonawczych w spółce i staje się bazą dla zapewnienia odpowiedzialności oraz przejrzystego działania. Cały proces stanowi podstawę do sformułowania kolejnych posunięć strategicznych.

Generalnie, w literaturze światowej od dawna wymienia się sześć podstawowych, ale zarazem ogólnych funkcji organów statutowych¹⁹. Są to:

- 1) kontrola i określanie celów – udział w kreowaniu strategii oraz ocena wyników spółki;
- 2) budowanie relacji z właścicielami – składanie (lub nadzór nad składaniem) akcjonariuszom raportów przedstawiających najważniejsze założenia strategii spółek, w tym również strategii fuzji i przejęć oraz innych okresowych i bieżących raportów, które zawierają istotne dla akcjonariuszy informacje;
- 3) ocena kierownictwa spółek – kontrola wyników finansowych, wprowadzanie procedur oceny kompetencji nadzorczych i menedżerskich;
- 4) wybór członków naczelnego kierownictwa – wybór prezesa spółki;
- 5) udział w zarządzaniu przez cele – kontrola budżetów spółki przy uwzględnieniu jej długookresowych celów, inicjowanie lub doradzanie określonych rozwiązań, aktywne włączanie się w pomoc menedżerom najwyższego szczebla w przypadkach kryzysowych;
- 6) komunikacja z pracownikami i innymi grupami interesu – udział we wspólnych komisjach z przedstawicielami pracowników, stymulowanie tworzenia centrów edukacji, kół jakości itd.²⁰

Funkcje i zadania rad spółek zostały szczegółowo określone w zbiorze zasad ładu korporacyjnego OECD²¹. Mają one stanowić punkt odniesienia dla funkcjonowania organów statutowych w krajach członkowskich. OECD wskazało następujące zadania rad:

19 H. Ewing, *The corporate board of directors – duties and responsibilities*, „Public Relations Quarterly”, Spring 1979; H. Mintzberg, *Power In and Around Organizations*, Prentice-Hall, Englewoods, New York 1983.

20 H. Ewing, *The corporate board of directors...*, s. 7–9; H. Mintzberg, *Power In and Around...*, cyt. za: H. Hung, *A typology of the theories...*, s. 101–111.

21 Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Warszawa 2004, s. 25–26.

- 1) modyfikowanie kierunków rozwoju spółki (strategii spółki), głównych planów działania, polityki zarządzania ryzykiem, rocznych planów finansowych i biznesplanów, ustalanie celów, monitorowanie działań wdrożeniowych i wyników spółki oraz nadzór nad najważniejszymi wydatkami, procesem fuzji i przejęć innych spółek, a także operacjami sprzedawania aktywów znacznej wartości;
- 2) monitorowanie efektywności praktyk nadzoru stosowanych w spółce oraz wprowadzanie do nich zmian odpowiednio do potrzeb;
- 3) wybór, wynagradzanie, monitorowanie pracy, a w razie konieczności zwalnianie i zatrudnianie członków zarządu oraz nadzór nad planowaniem polityki sukcesji kadrowej;
- 4) dostosowanie wynagrodzeń członków zarządu i rady nadzorczej do długoterminowych celów spółki i celów jej akcjonariuszy;
- 5) zagwarantowanie przejrzystych procedur mianowania i wyboru członków zarządu spółki;
- 6) monitorowanie i zarządzanie ewentualnymi konfliktami interesów wśród członków zarządu, rady nadzorczej i akcjonariuszy, w szczególności w przypadkach niewłaściwego wykorzystywania majątku spółki lub nieuczciwych transakcji z powiązаныmi kontrahentami;
- 7) zagwarantowanie rzetelności systemów rachunkowości i sprawozdawczości finansowej spółki, w tym niezależnego badania sprawozdań finansowych oraz zagwarantowanie istnienia odpowiednich systemów kontroli w spółce, a w szczególności systemów monitorowania ryzyka, kontroli finansowej i operacyjnej, a także przestrzegania obowiązujących przepisów i norm;
- 8) nadzorowanie procesu ujawniania i przekazywania informacji.

Dość szeroko, z podziałem na szereg zadań, opisują rolę rad spółek D. O'Neal i H. Thomas²². Przeprowadzili oni badania ankietowe wśród członków rad amerykańskich spółek i poprosili o ocenę wagi przedstawionych respondentom zadań w skali od 1 (mała istotność) do 5 (duża istotność). Pokazały one, iż najważniejszymi zadaniami tych organów były: działania zmierzające do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy (średnia ocen 4,50), planowanie sukcesji prezesa spółki (średnia ocen 4,40), ocena działań menedżerów (średnia ocen 4,36), określanie wysokości ich wynagrodzeń (średnia ocen 4,29) i zabezpieczenie żądań grup interesu (średnia ocen 4,19), a także zatwierdzanie strategii spółki (średnia ocen 4,12). Mniej istotne okazały się: wybór nowych członków rady (średnia ocen 3,95), doradzanie menedżerom najwyższego szczebla (średnia ocen 3,84), określanie zakresu obowiązków menedżerów najwyższego szczebla (średnia ocen 3,76), dbanie o reputację spółki (średnia ocen 3,30), kontrolowanie decyzji naczelnego kierownictwa (średnia ocen 3,17), formułowanie strate-

22 D. O'Neal, H. Thomas, *Developing the Strategic Board*, "Long Range Planning" 1996, vol. 29, no. 3, s. 314–327.

gii spółki (średnia ocen 3,98), mediacje pomiędzy naczelnym kierownictwem a grupami interesu (średnia ocen 2,48), ochrona naczelnego kierownictwa przed naciskami z zewnątrz (średnia ocen 2,05). Wyniki tego badania zostały syntetycznie przedstawione w tab. 13.

Tabela 13. Najważniejsze zadania rad dyrektorów – wyniki badań D. O’Neala i H. Thomasa

| Zadanie | Ocena (w skali od 1 do 5) |
|---|------------------------------|
| Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy | 4,50 |
| Planowanie sukcesji prezesa spółki | 4,40 |
| Ocena działań menedżerów | 4,36 |
| Określanie wysokości wynagrodzeń menedżerów | 4,29 |
| Zabezpieczenie żądań grup interesu | 4,19 |
| Zatwierdzanie strategii spółki | 4,12 |
| Wybór nowych członków rady | 3,95 |
| Doradzanie menedżerom najwyższego szczebla | 3,84 |
| Określanie zakresu obowiązków menedżerów najwyższego szczebla | 3,76 |
| Dbanie o reputację spółki | 3,30 |
| Kontrolowanie decyzji naczelnego kierownictwa | 3,17 |
| Formułowanie strategii spółki | 3,09 |
| Mediacje pomiędzy naczelnym kierownictwem a grupami interesu | 2,48 |
| Ochrona naczelnego kierownictwa przed naciskami z zewnątrz | 2,05 |

Źródło: D. O’Neal, H. Thomas, *Developing the Strategic Board*, “Long Range Planning” 1996, vol. 29, no. 3, s. 316.

Warto podkreślić, iż wyniki badań D. O’Neala i H. Thomasa²³ nie wskazują na dużą aktywność rad dyrektorów w zakresie formułowania strategii spółki. Wyżej ocenione zostało jej zatwierdzenie niż formułowanie. Rola rady w procesie formułowania strategii, co należy zauważyć, była tematem szerokiej dyskusji także w Stanach Zjednoczonych. J. Rosenstein²⁴ uznał, jak wielu innych autorów, np. M. Mace²⁵ czy R. Kosnik²⁶, że w większości spółek organy te poświęcają zbyt mało czasu ich sprawom, aby skutecznie formułować lub oceniać strategię. Jak dodaje J. Rosenstein²⁷,

23 Ibidem.

24 J. Rosenstein, *Why don’t U.S. boards get more involved in strategy*, “Long Range Planning” 1987, vol. 20, no. 3, s. 30–34.

25 M. L. Mace, *Directors...*

26 R. D. Kosnik, *Greenmail...*

27 J. Rosenstein, *Why don’t U.S. boards...*

opierając się na podejściu ewolucyjnym w zarządzaniu strategicznym, najbardziej kreatywne strategie powstają w wyniku interakcji zachodzących pomiędzy prezesem zarządu a jego najważniejszymi podwładnymi. Ich wynikiem są decyzje operacyjne, które dopiero w długim okresie kształtują strategię rozwoju. Zaprezentowana przez J. Rosensteina²⁸ opinia wskazuje, iż kluczową powinnością rady w zakresie podejmowania decyzji strategicznych jest odwołanie prezesa zarządu, jeśli w założonym czasie wdrażana przez niego strategia nie jest skuteczna. Inni autorzy, jak J. Henke²⁹, zauważyli, że w wielu radach w planowanie i podejmowanie decyzji strategicznych zaangażowane są przede wszystkim specjalnie do tego powołane komitety, a nie całe rady i dlatego samym ich członkom trudno jest określić, jaki mają oni wpływ na strategię. Kolejni autorzy, tak jak S. Hill³⁰, uznali, iż choć większość czasu członkowie rady poświęcają na monitorowanie spółki, to jednak ich głównym zadaniem jest formułowanie strategii. Jednak większość głosów podniesionych w tej debacie potwierdziła, że w rzeczywistości w amerykańskich spółkach za strategię odpowiadają ich prezesi, a nie rady³¹. I choć większość z przytoczonych powyżej wyników badań oraz opinii przedstawiono wiele lat temu, to nadal nie tracą one na aktualności.

3. Luka pomiędzy funkcjami przypisanymi a faktycznie wykonywanymi przez rady

Badanie na temat różnic w funkcjach rzeczywiście realizowanych i tych, które powinny być przez rady realizowane przeprowadził również B. Tricker³². Wykorzystał do tego swoją, przedstawioną powyżej, taksonomię funkcji organów statutowych. Zgodnie z nimi rady obecnie koncentrują się głównie na przeszłości i teraźniejszości (lewa strona jego macierzy, tj. zapewnienie odpowiedzialności i transparentności działania oraz nadzorowanie działań wykonawczych), a poświęcają temu aż 63% czasu (średnia odpowiedzi). Tylko 37% zajmują im funkcje nakierowane na przyszłość, tj. udział w formułowaniu strategii i kreowanie polityki spółek. Rady są również mocno ukierunkowane na spółkę, a zbyt mało czasu poświęcają jej otoczeniu. Jeśli chodzi o same funkcje, to 41% czasu poświęcają na nadzorowanie działań wykonawczych, a tylko 23% na formułowanie strategii (szerzej rys. 15).

28 Ibidem.

29 J. Henke, *Involving the board of directors in strategic planning*, "The Journal of Business Strategy" 1986, vol. 7, no. 2, s. 87–95.

30 S. Hill, *The social organization of boards of directors*, "British Journal of Sociology" 1995, vol. 46, no. 2, s. 245–278.

31 L. Bohdanowicz, *Directions of change in the Polish two-tier board model*, "Journal of Positive Management" 2014, vol. 5, no. 1.

32 B. Tricker, *Corporate Governance...*

| | | | |
|------|------------------------|---|--|
| 100% | Spojrzenie na zewnątrz | Zapewnienie odpowiedzialności i transparentności 22% | Udział w formułowaniu strategii 23% |
| | Spojrzenie do wewnątrz | Nadzorowanie działań wykonawczych 41% | Kreowanie polityki spółki 14% |
| | | Koncentracja na przeszłości i teraźniejszości | Koncentracja na przyszłości |

Rysunek 15. Na realizację jakich funkcji rady poświęcają najwięcej czasu? (badania B. Trickera)

Źródło: jak do rys. 14, s. 137.

Respondenci w badaniu B. Trickera widzieli poważną różnicę pomiędzy funkcjami faktycznie realizowanymi a tymi, które – zdaniem respondentów – powinny być realizowane przez organy statutowe spółek. Wskazali oni, że rady powinny większość czasu poświęcać przyszłości spółki (średnia odpowiedzi wynosiła 63%) i być bardziej nakierowane na jej zewnętrzne relacje (62%). Zdaniem tych respondentów najwięcej czasu rada powinna poświęcać na udział w formułowaniu strategii (49%), a dopiero później na nadzorowanie działań wykonawczych (24%). Szczegółowe wyniki zamieszczone są na rys. 16.

| | | | |
|------|------------------------|---|--|
| 100% | Spojrzenie na zewnątrz | Zapewnienie odpowiedzialności i transparentności 13% | Udział w formułowaniu strategii 49% |
| | Spojrzenie do wewnątrz | Nadzorowanie działań wykonawczych 24% | Kreowanie polityki spółki 14% |
| | | Koncentracja na przeszłości i teraźniejszości | Koncentracja na przyszłości |

Rysunek 16. Na realizację jakich funkcji rady powinny poświęcać najwięcej czasu? (badania B. Trickera)

Źródło: jak do rys. 14, s. 136.

Inne badanie przeprowadziła w końcu 2004 r. i na początku 2005 r. firma McKinsey & Company. To szerokie badanie kwestionariuszowe wykonane wśród członków rad dyrektorów dotyczyło ich podejścia do – jak to określono – długofalowego zdrowia spółki oraz ich roli w zapewnieniu tego zdrowia. Do udziału w badaniu zaproszono 4200 członków rad dyrektorów lub rad nadzorczych spółek publicznych z różnych regionów świata (Ameryka Północna, Europa, Azja, Australia) i z różnych sektorów. W badaniu wzięło udział ostatecznie 1016 dyrektorów³³. Aż 76% respondentów uznało strategię spółki i ocenę związanego z nią ryzyka za drugie w hierarchii prac rady zadanie, na które jej członkowie chcieliby poświęcić więcej czasu. To zadanie było niżej ocenione tylko od rozwoju talentów i umiejętności (rys. 17)³⁴.



Rysunek 17. Jak zmieniłbyś strukturę swojego czasu poświęconego na pracę w radzie?

* Podane wielkości nie sumują się do 100%, gdyż respondenci, którzy nie chcieli zmieniać struktury swojego czasu, nie zostali uwzględnieni w zestawieniu.

Źródło: R. F. Felton, P. K. Fritz, *The view from the boardroom*, "The McKinsey Quarterly", January 2005 (special edition: *Value and performance*), s. 54.

33 R. F. Felton, P. K. Fritz, *The view from the boardroom*, "The McKinsey Quarterly", January 2005 (special edition: *Value and performance*), s. 48–61.

34 J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*, s. 218–219.

4. Funkcje i zadania polskich rad nadzorczych

W Polsce model dwupoziomowy, a tym samym rozdzielenie funkcji nadzorczych (rada nadzorcza) i zarządczych (zarząd) wprowadził Kodeks handlowy, obowiązujący od 1 lipca 1934 r. W 2001 r. nastąpiły zmiany prawa handlowego. Kodeks handlowy uchylono i na jego miejsce wprowadzono Kodeks spółek handlowych. Zgodnie z nim rady nadzorcze pełnią raczej funkcje kontrolne, doradcze i opiniodawcze, a zarząd jest organem aktywnym w zarządzaniu operacyjnym i strategicznym³⁵.

Ciekawe zestawienie roli rady nadzorczej na tle ról innych organów spółki, tj. walnego zgromadzenia i zarządu, prezentuje M. Rogatko³⁶. Zostało one przedstawione w tab. 14.

Tabela 14. Najważniejsze zadania polskich rad nadzorczych według M. Rogatko

| Zadania | Walne zgromadzenie | Rada nadzorcza | Zarząd |
|--|---|---|--|
| Reprezentowanie spółki | nie dotyczy | tylko w sprawach personalnych względem członków zarządu | tak, we wszelkich sprawach |
| Zawieranie umów handlowych | nie dotyczy | opiniowanie lub wyrażanie zgody na zawarcie (od określonego poziomu wartości umowy) | zawarcie transakcji |
| Zaciąganie zobowiązań finansowych | możliwe zastrzeżenia prawa do wyrażania zgody powyżej pewnego limitu | opiniowanie lub wyrażanie zgody na zawarcie (od określonego poziomu wartości umowy) | zawarcie transakcji, zaciągnięcie zobowiązania |
| Zbycie/nabycie nieruchomości | raczej nie dotyczy (rzadkie przypadki zaangażowania bezpośredniego akcjonariusza) | wyrażanie zgody | zawarcie transakcji |
| Zbycie/nabycie części przedsiębiorstwa | wyrażanie zgody lub brak działania | wyrażanie zgody lub opiniowanie | zawarcie i realizacja transakcji |

35 S. Lachiewicz, *Rola i zasady funkcjonowania zarządu w strukturze spółki akcyjnej* [w:] J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach akcyjnych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 70–87.

36 M. Rogatko, *Rola i pozycja rady nadzorczej w spółkach giełdowych w Polsce*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów nr 132, Warszawa 2013, s. 131–152.

| Zadania | Walne zgromadzenie | Rada nadzorcza | Zarząd |
|--|---|---|--|
| Zmiana statutu spółki | akceptacja, podjęcie decyzji poprzez podjęcie uchwały | opiniowanie | ewentualne wnioskowanie |
| Sprawozdanie roczne | akceptacja poprzez podjęcie uchwały | opiniowanie | przygotowanie i wnioskowanie o akceptację |
| Udzielenie absolutorium członkom zarządu | podjęcie uchwały (decyzja) | opiniowanie | nie dotyczy |
| Udzielenie absolutorium członkom rady nadzorczej | podjęcie uchwały (decyzja) | nie dotyczy | nie dotyczy |
| Podział zysku/dywidendy | podjęcie uchwały (decyzja) | opiniowanie | przygotowanie wniosku |
| Powołanie/odwołanie oraz ustalenie wynagrodzenia systemu premiowania członka zarządu | nie dotyczy | decyzja (w drodze uchwały) | ewentualne wnioskowanie |
| Powołanie/odwołanie członka rady nadzorczej | decyzja (w drodze uchwały) | nie dotyczy | nie dotyczy |
| Ustalanie wynagrodzenia członka rady nadzorczej | decyzja (w drodze uchwały) | nie dotyczy | nie dotyczy |
| Opracowanie misji, wizji, strategii spółki | otrzymanie informacji od zarządu | wpływ w praktyce ograniczony do konsultacji z zarządem, formalnie brak wymogów akceptacji | pełna odpowiedzialność za przygotowanie i realizację |
| Transakcje z podmiotami powiązanymi | nie dotyczy | akceptacja transakcji na podstawie wniosku zarządu | negocjacje, przygotowanie i realizacja transakcji |
| Nadzór nad bieżącą działalnością spółki | monitorowanie w ograniczonym zakresie, koncentracja na wynikach | monitorowanie na podstawie informacji od zarządu lub firm zewnętrznych (audytorskich) | pełny nadzór i odpowiedzialność |

Źródło: M. Rogatko, *Rola i pozycja rady nadzorczej w spółkach giełdowych w Polsce*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów nr 132, Warszawa 2013, s. 138–139.

R. Czerniawski³⁷ podkreślił, że zadania rady nadzorczej dzieli się na kontrolne i nadzorcze *sensu stricto*. Różnica pomiędzy kontrolą i nadzorem może wydawać się niezbyt ostra. Zadania kontrolne polegają na badaniu zgodności działalności spółki z określonym wzorcem (statutem, ustawami, uchwałami walnego zgromadzenia). Natomiast zadania nadzorcze polegają na podejmowaniu konkretnych decyzji merytorycznych w zakresie prowadzenia spraw spółki.

Zgodnie z polskim Kodeksem spółek handlowych rady nadzorcze nie mają możliwości wydawania poleceń członkom zarządów, a ich podstawowym zadaniem jest nadzór nad wszystkimi obszarami działalności spółek. Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych do zadań kodeksowych organów nadzoru należą:

- ocena sprawozdań finansowych spółek co do ich zgodności z księgami i dokumentami oraz ze stanem faktycznym;
- ocena wniosków zarządów co do podziału zysków albo pokrycia strat;
- powoływanie, odwoływanie i zawieszanie członków zarządów;
- określanie zasad wynagradzania członków zarządów.

Listę zadań polskich rad nadzorczych mogą rozszerzać statuty spółek. W praktyce należą do nich m.in.: ocena sprawozdań finansowych spółek; ocena wniosków zarządów co do podziału zysków albo pokrycia strat; powoływanie, odwoływanie i zawieszanie członków zarządów; określanie zasad wynagradzania członków zarządów; zawieranie kontraktów z członkami zarządów; zatwierdzanie wieloletnich planów rozwoju spółek; zatwierdzanie rocznych budżetów; wybór lub zatwierdzenie wyboru biegłych rewidentów; reprezentowanie spółek w sporach z zarządami; zatwierdzanie cen emisyjnych akcji; przyjmowanie jednolitych tekstów statutów spółek, a także wyrażanie zgody na: nabycie lub zbycie nieruchomości, udzielanie gwarancji, podjęcie inwestycji, zaciągnięcie zobowiązań, podwyższenie kapitału akcyjnego, nabywanie udziałów i akcji znacznej wysokości, nabycie lub zbycie ruchomości lub praw, utworzenie lub likwidację oddziałów spółek, utworzenie nowych przedsiębiorstw, ustanowienie prokury, prowadzenie interesów konkurencyjnych przez członków zarządów, zbycie lub zamianę akcji imiennych na akcje zwykłe³⁸.

K. Lis i H. Sterniczuk³⁹ także podają podstawowe kompetencje rad, podkreślając przy tym, że wymienione przez nich zadania stanowią ich minimum kompetencyjne. Do tego minimum zaliczono:

- podejmowanie uchwał w sprawie dokonania czynności prawnej przez spółkę, jeżeli wymaga tego ustawa lub statut;
- reprezentowanie spółki w sporze między członkiem zarządu a spółką, chyba że walne zgromadzenie powoła uchwałą pełnomocnika;

37 R. Czerniawski, *Odpowiedzialność karna akcjonariuszy i członków rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2009.

38 L. Bohdanowicz, *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych...*; J. Jeżak, *Ład korporacyjny...*

39 K. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2005.

- delegowanie członków zarządu do czasowego wykonywania czynności członków zarządu niemogących sprawować swoich czynności;
- podejmowanie odpowiednich działań w celu dokonania zmiany w składzie zarządu w wypadkach niemożności sprawowania funkcji przez członka zarządu;
- udzielanie zgody na dokonanie przez zarząd konkretnych czynności określonych w statucie;
- zwołanie walnego zgromadzenia, jeżeli zarząd nie zwoła go w terminie określonym w ustawie lub statucie oraz zgłaszanie wniosków o zwołanie przez zarząd nadzwyczajnego walnego zgromadzenia;
- ocena sprawozdań zarządu i sprawozdań finansowych za miniony rok obrotowy spółki oraz wniosku zarządu w sprawie podziału zysku lub pokrycia straty, z obowiązkiem przedłożenia walnemu zgromadzeniu sprawozdania z wyników tej oceny;
- zawieszenie (z ważnych powodów) w czynnościach poszczególnych lub wszystkich członków zarządu oraz delegowanie członków rady nadzorczej do czasowego wykonywania czynności członków zarządu niemogących sprawować swoich czynności (rada nadzorcza nie może delegować członka rady do czasowego sprawowania czynności członka zarządu w miejsce osoby, która przestała być członkiem zarządu z powodu rezygnacji lub odwołania jej na przykład przez radę);
- wyrażanie zgody na wypłatę zaliczki na poczet dywidendy;
- wybór biegłego rewidenta *ad hoc* do zbadania bilansu oraz rachunku zysków i strat do przedstawienia na walnym zgromadzeniu w celu podwyższenia kapitału zakładowego ze środków spółki;
- opiniowanie wniosku zarządu w sprawie zawarcia umowy o subemisję przy emisji akcji w ramach prawa poboru;
- zaskarżenie uchwał walnego zgromadzenia (z powodów merytorycznych lub formalnych);
- uchwalenie regulaminu rady nadzorczej (jeżeli statut tak stanowi).

Jak widać z powyższej listy, zakres zadań polskich rad nadzorczych jest szeroki. Wśród tych zadań dominują działania kontrole, ale – jak pokazują polskie badania – organy nadzorcze włączają się również w proces zarządzania strategicznego⁴⁰. To zaangażowanie wynika również z ich działań pozakodeksowych, związanych na przykład z mocno skoncentrowaną strukturą własnościową i silną rolą właściciela w polskich spółkach⁴¹. W wielu spółkach bierze on udział w wyborze

40 J. Jeżak, L. Bohdanowicz, *Struktura i formy sprawowania władzy w polskich spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, [w:] J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 93–123; S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.

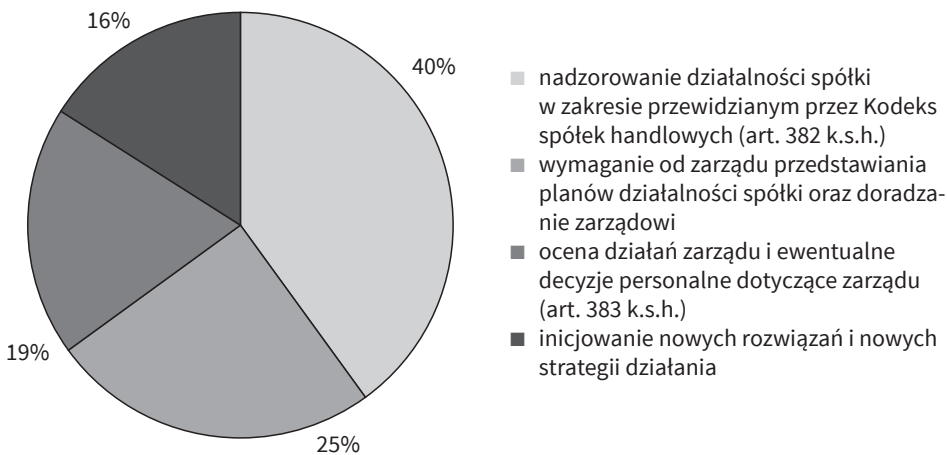
41 P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji*, „Organizacja i Kierowanie” 2001, nr 2, s. 31–45.

zarządu, ale sam (jeśli jest osobą fizyczną) lub poprzez swoich przedstawicieli (jeśli jest osobą fizyczną albo osobą prawną) nadzoruje spółkę z poziomu rady nadzorczej i włącza się w proces zarządzania strategicznego na różnych jego etapach.

Badania na temat funkcji rad nadzorczych prowadzili ponadto J. Jeżak i L. Bohdanowicz⁴². Dotyczyły one szacunkowego czasu poświęcanego przez rady nadzorcze na cztery kodeksowe i pozakodeksowe funkcje rad nadzorczych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych. Chodzi tu o:

- nadzorowanie działalności spółki w zakresie przewidzianym przez Kodeks spółek handlowych (art. 382 k.s.h.);
- ocena działań zarządu i ewentualne decyzje personalne dotyczące zarządu (art. 383 k.s.h.);
- doradzanie zarządowi, w tym opiniowanie planów działalności spółki;
- inicjowanie nowych rozwiązań i nowych strategii działania.

W badaniu potwierdzono, iż 65%, czyli większość czasu pracy zajmowała realizacja funkcji kodeksowych, tj. nadzorowanie działalności spółki w zakresie przewidzianym przez Kodeks spółek handlowych (art. 382 k.s.h.) oraz ocena działań zarządu (art. 383 k.s.h.). Dwie pozostałe funkcje, tj. funkcja doradcza oraz funkcja inicjująca, zajmowały pozostały czas, czyli tylko jego 35% (rys. 18).

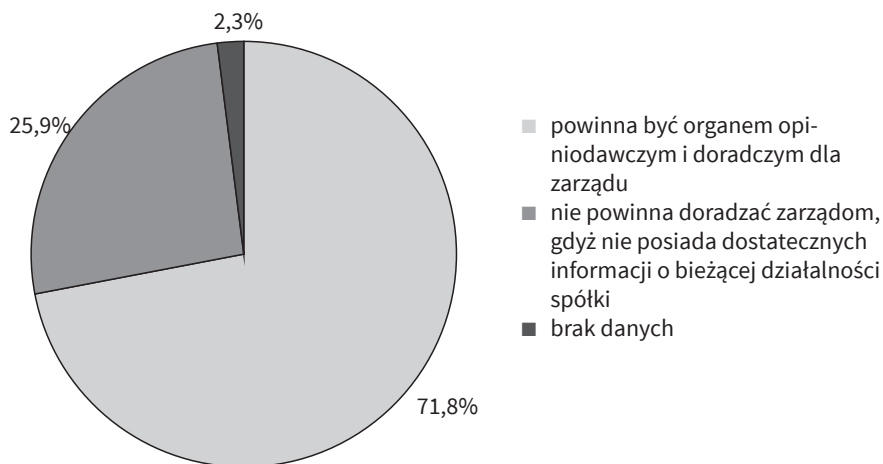


Rysunek 18. Funkcje rad nadzorczych badanych spółek – wyniki badań J. Jeżaka i L. Bohdanowicza

Źródło: J. Jeżak, L. Bohdanowicz, *Struktura i formy sprawowania władzy w polskich spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, [w:] J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 106.

⁴² J. Jeżak, L. Bohdanowicz, *Struktura i formy sprawowania władzy...*

Rodzaj spełnianych funkcji wiąże się ściśle z rolą rady nadzorczej, jaką powinna ona odgrywać w spółce. Powstaje tu pytanie, czy powinna to być rola sprawująca się do funkcji kontrolnej, czy też powinna ona obejmować także funkcję doradczą i inicjującą. Na przykład S. Rudolf⁴³, po przeprowadzeniu badań w 101 spółkach, stwierdził, że w opinii 87% przewodniczących i 82% prezesów zarządów badanych spółek rada powinna być również organem opiniodawczym i doradczym dla zarządu. Opinie te zyskały potwierdzenie w badaniach przeprowadzonych przez zespół pod kierunkiem J. Jeżaka w 2005 r. Według przekonania przewodniczących rad nadzorczych, którzy byli wtedy respondentami, rada nadzorcza powinna być organem opiniodawczym i doradczym dla zarządu (71,8% wskazań). Tylko 25,9% respondentów uznało, iż rada nie powinna doradzać zarządom, gdyż nie posiada dostatecznych informacji o działalności spółki (rys. 19).

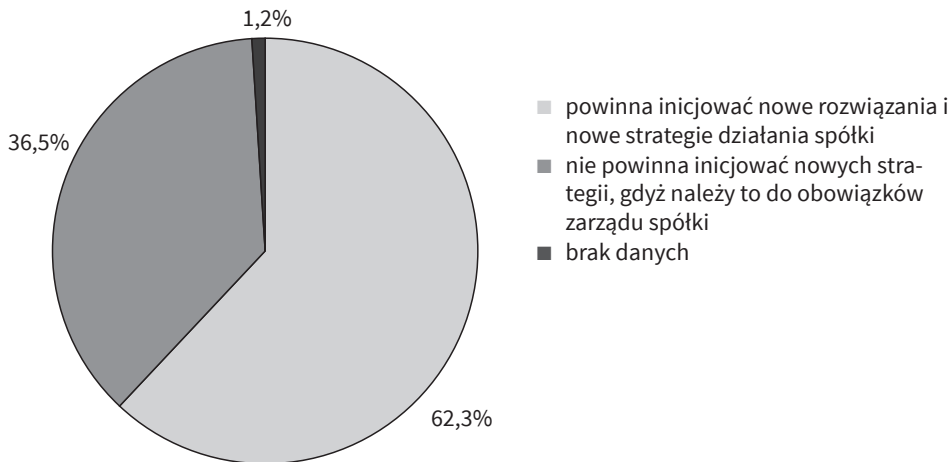


Rysunek 19. Czy rada powinna być organem doradczym dla zarządu? (opinia przewodniczących badanych rad)

Źródło: jak do rys. 18, s. 107.

W opisywanym powyżej badaniu zapytano respondentów również o udział rady w kreowaniu strategii spółki. W opinii większości respondentów (62,3% badanych) rada powinna inicjować nowe rozwiązania i nowe strategie działania spółek. Tylko 36,5% respondentów uznało, że należy to wyłącznie do obowiązków zarządów (rys. 20). Te wyniki pokazują, że rady już we wcześniejszych badaniach były postrzegane jako organy, które mogą mieć znaczący wkład w proces zarządzania strategicznego, choć polski ustawodawca tego nie przewidział.

43 S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór...*



Rysunek 20. Czy rada powinna być inicjatorem nowych strategii działania spółki? (opinia przewodniczących badanych rad)

Źródło: jak do rys. 18, s. 108.

W opisanych powyżej badaniach przeprowadzono również ocenę rang poszczególnych zadań organów nadzoru. Szczegółowe wyniki tej oceny przedstawione są w tab. 15. Respondenci, którymi byli członkowie rad nadzorczych polskich spółek akcyjnych, oceniali istotność przedstawionych im zadań rad nadzorczych w skali od 1 (najniższa ocena) do 5 (najwyższa ocena). Za najważniejsze uznali: ocenę wyników pracy zarządów (średnia arytmetyczna odpowiedzi 4,7), zatwierdzanie strategii spółek (średnia 4,54), wybór nowych członków zarządów (średnia 4,52) oraz określanie wynagrodzeń członków zarządów (średnia 4,27). Respondenci relatywnie niską ocenę przyznali kilku – wydawałoby się – istotnym zadaniom, takim jak: udział w procesie formułowania strategii spółek (średnia 3,77), udział w procesie planowania inwestycji w przedsiębiorstwach (średnia 2,94) oraz nadzorowanie programów rozwoju menedżerów w spółkach (średnia 2,71). Za najmniej istotne uznali mediacje pomiędzy zarządem a grupami interesu (akcjonariuszami, pracownikami, bankami i innymi wierzycielami, samorządami, lokalnymi itd.), gdzie średnia arytmetyczna ocen wyniosła 2,44.

Pewne odniesienie do funkcji rad, a przede wszystkim do ich udziału w procesie zarządzania strategicznego, znalazło się również w badaniach ankietowych przeprowadzonych na przełomie lat 2005 i 2006 na grupie 183 członków rad nadzorczych polskich spółek publicznych przez L. Bohdanowicza⁴⁴. Jedno z pytań

⁴⁴ L. Bohdanowicz, *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych...*

kwestionariusza ankiety dotyczyło roli przewodniczących rad w tym procesie, a respondenci zostali poproszeni o wyrażenie opinii, czy powinien on włączać się w realizację najważniejszych decyzji strategicznych w spółce, np. negocjacje warunków fuzji lub przejęcia innej spółki. 17 respondentów (9,29%) uznało, że zdecydowanie zgadza się z taką opinią, zaś kolejnych 84 (45,9%), że się zgadza. Ponad połowa respondentów stwierdziła zatem, że przewodniczący rad nadzorczych powinni być aktywni w procesie realizacji najważniejszych decyzji strategicznych. Zdecydowanie nie zgodziło się z taką opinią 2 respondentów (1,09%), a 49 (26,78%) uznało, że się nie zgadza (szerzej tab. 16).

Tabela 15. Najważniejsze zadania polskich rad nadzorczych

| Rodzaj czynności | Ocena (w skali od 1 do 5) |
|--|------------------------------|
| Ocenianie wyników pracy zarządu | 4,70 |
| Zatwierdzanie strategii spółki | 4,54 |
| Wybór nowych członków zarządu | 4,52 |
| Ustalanie wynagrodzenia członków zarządu | 4,27 |
| Monitorowanie najważniejszych decyzji zarządu | 4,20 |
| Zapewnienie wzrostu wartości majątku akcjonariuszy (wzrost wartości rynkowej spółki, wypłata dywidend) | 4,04 |
| Kontrolowanie skali zadłużenia w spółce | 3,99 |
| Dbanie o reputację spółki | 3,96 |
| Udział w procesie formułowania strategii spółki | 3,77 |
| Planowanie sukcesji personalnej zarządu | 3,55 |
| Udział w procesie planowania inwestycji w przedsiębiorstwie | 2,94 |
| Nadzorowanie programu rozwoju menedżerów w spółce | 2,71 |
| Mediacje pomiędzy zarządem a grupami interesu (akcjonariuszami, pracownikami, bankami i innymi wierzycielami, samorządami, lokalnymi itd.) | 2,44 |

Źródło: J. Jeżak, L. Bohdanowicz, *Struktura i formy sprawowania władzy w polskich spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, [w:] J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 109.

Tabela 16. Przewodniczący rady nadzorczej powinien włączać się w realizację najważniejszych decyzji strategicznych w spółce

| Odpowiedź | Liczność | Skumulowana liczność | % | Skumulowany % |
|------------------------------|----------|----------------------|-------|---------------|
| Zdecydowanie nie zgadzam się | 2 | 2 | 1,09 | 1,09 |
| Nie zgadzam się | 49 | 51 | 26,78 | 27,87 |
| Trudno powiedzieć | 30 | 81 | 16,39 | 44,26 |
| Zgadzam się | 84 | 165 | 45,90 | 90,16 |
| Zdecydowanie zgadzam się | 17 | 182 | 9,29 | 99,45 |
| Brak odpowiedzi | 1 | 183 | 0,55 | 100,00 |

Źródło: L. Bohdanowicz, *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 210.

Przytoczone wyniki badań pokazują, że rady spółek mają szeroki wachlarz różnorodnych zadań. Wymagają one od ich członków rozległej wiedzy i umiejętności, w tym umiejętności współpracy, która pozwala tym organom efektywnie i kolegialnie podejmować decyzje. W świetle tych badań ważne jest również wzmocnienie niektórych funkcji, w szczególności związanych z podejmowaniem decyzji strategicznych w spółkach oraz wspomaganie zarządów na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego.

Rozdział VI

Rady nadzorcze a strategię dywersyfikacji oraz internacjonalizacji w polskich spółkach publicznych – wyniki badań opartych na danych wtórnych

1. Rady nadzorcze a strategię spółek – uwagi wstępne do przeprowadzonych badań

W warunkach anglosaskich, a także szerzej – na świecie rola rady dyrektorów oraz jej wpływ na realizowane przez spółki strategię rozwojowe jest procesem stosunkowo dobrze poznany i opisanym. Nieco odmiennie wygląda sytuacja literatury rodzimej, gdzie problem jest nie tylko nowy, lecz często również nie do końca poprawnie rozumiany i właściwie diagnozowany empirycznie. Na najbardziej ogólnym poziomie można przyjąć, że istnieje dosyć powszechna zgoda (jest to szczególnie widoczne w opracowaniach z zakresu teorii agencji), iż rada dyrektorów ma kompetencje w zakresie rozwiązywania wielu problemów w relacjach pomiędzy właścicielami a zarządami wykonawczymi spółek. Wiele światowych projektów badawczych prowadziło analizę tego problemu¹. Ich ograniczenie stanowi jednak fakt oparcia się wyłącznie na doświadczeniach krajów anglosaskich, w pierwszym rzędzie amerykańskich.

Nieco inaczej sytuacja wygląda w warunkach Europy kontynentalnej, gdzie co prawda są prowadzone zbliżone badania, jednak nie są one w pełni porównywalne ze względu na występowanie dwóch zasadniczo odmiennych modeli organów zarządzających spółkami: jednopoziomowego (wywodzącego się z doświadczeń anglosaskich) i dwupoziomowego (wywodzącego się z doświadczeń niemieckich). W warunkach polskich (które zostały bliżej opisane we wcześniej-

1 J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.

szych rozdziałach tej publikacji) przywrócony został system dwupoziomowy², co w połączeniu z procesem prywatyzacji i komercjalizacji byłych przedsiębiorstw państwowych doprowadziło do kilku istotnych zmian strukturalnych, spośród których na szczególną uwagę zasługuje znaczący, zwłaszcza w stosunku do krajów rozwiniętych gospodarczo, relatywnie wysoki poziom koncentracji własności w polskich spółkach publicznych³.

Mając na uwadze powyższe czynniki, należy w sposób jednoznaczny stwierdzić, iż trudno jest o zachowanie daleko idącej porównywalności badań prowadzonych w rodzimych warunkach, dotyczących wpływu rad nadzorczych na strategie realizowane przez polskie spółki. Tym niemniej właściwa interpretacja uzyskanych w warunkach krajowych wyników wymaga konfrontacji z wynikami badań światowych. Jest to tym istotniejsze, że z uwagi na stosunkowo niewielką liczbę krajowych badań empirycznych, zwłaszcza dotyczących realiów funkcjonowania zarządzania strategicznego na poziomie spółki⁴, każde porównywalne badanie, przeprowadzone nawet w odmiennych realiach gospodarczych, daje możliwość pełniejszego zrozumienia oraz bardziej obiektywnej oceny uzyskiwanych wyników.

2. Rady dyrektorów a strategie – doświadczenia światowe

Ostatnie lata cechował znaczący wzrost zainteresowań badaniami relacji i związków zachodzących pomiędzy dwoma wzajemnie przeplatającymi się obszarami: zarządzaniem strategicznym i ładem korporacyjnym. Od czasu pierwszych, pionierskich badań dotyczących tej problematyki⁵ poziom zainteresowania badaczy wspomnianymi obszarami zasadniczo wzrósł.

Mając na uwadze obszerne rozważania teoretyczne prowadzone we wcześniejszych rozdziałach niniejszego opracowania, na tym etapie uwaga skoncentrowana zostanie wyłącznie na kilku wybranych projektach, łączących się w bezpośredni

2 Zob. również: L. Bohdanowicz, *Ownership Structure and Female Directors on Two-Tier Boards: Evidence from Polish Listed Companies*, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2117870> [dostęp: 20.06.2014].

3 J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.

4 Z. Matyjas, *Industry and firm influences on performance: Evidence from Polish public firms*, "Journal of Management Policy and Practice" 2014, vol. 15 (2), s. 88–96.

5 M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, vol. 3, no. 4, s. 305–360; J. Pfeffer, G. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York 1978.

sposób z przedstawionymi w dalszej części rozdziału hipotezami badawczymi. To pozwoli nie tylko na ich krótkie przybliżenie, lecz także na dokonanie pełniejszego podsumowania uzyskanych wyników.

Wprawdzie zdecydowaną większość badań prowadzono na przykładzie amerykańskiej gospodarki, jednak na uwagę zasługują wcześniejsze studia literaturowe dotyczące rynków innych państw. Yoshikawa i Phan⁶ zbadali wpływ struktury własnościowej spółek na skład rady dyrektorów oraz realizowane strategie dywersyfikacji na przykładzie gospodarki japońskiej. Na podstawie wyników badań przeprowadzonych na próbie 228 spółek publicznych (za lata 1996–1998) autorzy ci stwierdzili, że istnieją ścisłe związki pomiędzy nominowaniem członków do rady dyrektorów przez inwestorów instytucjonalnych a realizowaną przez te spółki strategią rozwoju. Przy czym związki te – zgodnie ze wspomnianymi badaniami – są ujemne, co oznacza, że presja na dywersyfikację w firmach z członkami rady dyrektorów nominowanymi przez inwestorów instytucjonalnych jest niższa. Kolejne interesujące badania dotyczyły związków pomiędzy konstrukcją rady dyrektorów a strategiami dywersyfikacji spółek publicznych w Australii⁷. Ponownie badane były związki pomiędzy składem rady dyrektorów a realizowanymi przez australijskie spółki publiczne strategiami dywersyfikacji geograficznej i produktowej (na próbie 101 losowo dobranych spółek za rok 2005). Wyniki wskazują, iż stopień niezależności rady dyrektorów nie wpływa na realizowane przez nie strategie dywersyfikacji, pozytywny wpływ ma natomiast większa liczebność w radzie członków mających duże powiązania z branżami, w których działały badane spółki.

Pomimo stosunkowo dużej liczby badań empirycznych prowadzonych na innych rynkach niż amerykański, nurt rozumienia i postrzegania zjawisk zachodzących pomiędzy obszarami zarządzania strategicznego oraz ładu korporacyjnego zdecydowanie zdominowały te prowadzone w gospodarce amerykańskiej. Typowymi przykładami były badania dotyczące klasycznego problemu współzależności pomiędzy radami dyrektorów a realizowanymi strategiami na poziomie korporacji⁸. Obok ujęć typowych pojawiły się też odmienne podejścia badawcze, jak na przykład próba włączenia podejścia kognitywnego⁹, wykorzystującego

6 T. Yoshikawa, P. H. Phan, *The effects of ownership and capital structure on board composition and strategic diversification in Japanese corporations*, "Corporate Governance: An International Review" 2005, vol. 13, s. 303–312.

7 R. Chen, M. C. Dyball, S. Wright, *The link between board composition and corporate diversification in Australian corporations*, "Corporate Governance: An International Review" 2009, vol. 17, s. 208–223.

8 Y. Y. Kor, *Direct and interaction effects of top management team and board composition on R&D investment strategy*, "Strategic Management Journal" 2006, vol. 27, s. 1081–1099; L. Tihanyi, R. A. Johnson, R. E. Hoskisson, M. A. Hitt, *Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity*, "Academy of Management Journal" 2003, vol. 46, s. 195–211.

9 V. Rindova, *What corporate boards have to do with strategy: A cognitive perspective*, "Journal of Management Studies" 1999, vol. 36, s. 953–975.

mechanizmy grupowania i rangowania skuteczności działania rad nadzorczych z punktu widzenia realizowanych przez spółki strategii¹⁰. Innym znaczącym obszarem badawczym z pokrewnego zakresu była zdolność do przeprowadzenia zmiany strategicznej, zarówno na poziomie samej rady dyrektorów, jak i całego naczelnego kierownictwa korporacji (TMT – *top management team*)¹¹.

Dodatkowo, stałe zainteresowanie badaczy dotyczyło problematyki teorii agencji¹², która była jednym z kluczowych wyznaczników prowadzonych badań w tym zakresie. W ramach rekapitulacji tak znaczącego obszaru badawczego, którego ostateczne wyniki nie są w zasadzie jednoznaczne, pozwalamy sobie na podparcie się słowami Reeba i współpracowników¹³, że dowody na efektywność funkcjonowania rad dyrektorów są tak wieloznaczne, iż sugerują podjęcie znacznie bardziej dokładnych i szczegółowych badań w przyszłości, uwzględniających zróżnicowanie w zakresie modelu funkcjonowania rad w poszczególnych krajach, co jest właśnie celem niniejszego rozdziału.

Pamiętając o zasadniczej różnicy pomiędzy funkcjonującym w Polsce dwupoziomym systemem organów zarządzających a dominującym w badaniach systemem jednopoziomowym, można *a priori* oczekiwać różnic w wynikach badań. W ramach systemu dwupoziomowego istnieje znacząca różnica pomiędzy dwoma podstawowymi organami: zarządem, odpowiedzialnym za bieżące zarządzanie spółką (jak również za realizację strategii) a radą nadzorczą, której podstawowym celem funkcjonowania jest bieżący nadzór nad realizacją podstawowych interesów spółki przez zarząd. Zakres odpowiedzialności rady nadzorczej może być w rodzimych warunkach rozszerzony przez właścicieli, stąd członkowie rad nadzorczych w polskich spółkach mogą w szczególnych okolicznościach w znacznie większym stopniu współuczestniczyć w kierowaniu spółką (czy raczej pomagać w tym zakresie członkom zarządów, zwłaszcza w sprawach z zakresu planowania strategicznego lub budżetowania).

10 J. L. Johnson, A. E. Ellstrand, D. R. Dalton, C. M. Dalton, *The influence of the financial press on stockholder wealth: The case of corporate governance*, "Strategic Management Journal" 2005, vol. 26, s. 461–471.

11 K. Bongjinn, L. B. Burns, J. E. Prescott, *The strategic role of the board: The impact of board structure on top management team strategic action capability*, "Corporate Governance: An International Review" 2009, vol. 17, s. 728–743; B. R. Golden, E. J. Zajac, *When will boards influence strategy? Inclination × power = strategic change*, "Strategic Management Journal" 2001, vol. 22, s. 1087–1111; T. J. Quigley, D. C. Hambrick, *When the former CEO stays on as board chair: Effects on successor discretion, strategic change, and performance*, "Strategic Management Journal" 2012, vol. 33, s. 834–859.

12 M. A. Geletkanycz, B. K. Boyd, *CEO outside directorships and firm performance: A reconciliation of agency and embeddedness views*, "Academy of Management Journal" 2011, vol. 54, s. 335–352; M. C. Jensen, E. J. Zajac, *Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm*, "Strategic Management Journal" 2004, vol. 25, s. 507–524.

13 D. M. Reeb, C. Y. Kwok, Y. Baek, *Systematic risk of the multinational corporation*, "Journal of International Business Studies" 1998, vol. 29, s. 263–279.

3. Hipotezy badawcze

Mając na uwadze wcześniejsze obserwacje oraz wyniki badań światowych, można pokusić się o próbę sformułowania pewnych hipotez badawczych dotyczących poniższych badań. Jak już wspomniano, głównym celem tego rozdziału jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu struktura rad nadzorczych polskich spółek publicznych wpływa na realizowane przez nie strategie na poziomie spółki. Należy przy tym zaznaczyć, iż z uwagi na konieczność zachowania pewnej porównywalności w stosunku do badań światowych pojęcie „strategia spółki” zostało zawężone do wyłącznie dwóch strategii, kluczowych z punktu widzenia polskich spółek: dywersyfikacji oraz internacjonalizacji, podczas gdy koncepcja struktury rady nadzorczej została zawężona wyłącznie do jej liczebności.

Powyższe założenia badawcze prowadzą do wyodrębnienia następujących hipotez badawczych:

Hipoteza 1. Liczebność rady nadzorczej wpływa pozytywnie na zakres realizacji przez spółkę jej strategii dywersyfikacji.

Hipoteza 2. Liczebność rady nadzorczej wpływa pozytywnie na zakres realizacji przez spółkę jej strategii internacjonalizacji.

4. Dane i metody badawcze

4.1. Próba badawcza

Podstawowym celem badań jest próba weryfikacji hipotezy dotyczącej związku pomiędzy liczebnością rad nadzorczych a realizowanymi przez spółki strategiami dywersyfikacji i internacjonalizacji. Dane do badań zostały pozyskane od spółek publicznych, których walory notowane były na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w 2012 r. na rynku głównym oraz NewConnect. Ze względu na zakres założeń badawczych wykluczone zostały z dalszych badań spółki finansowe i handlowe (zwłaszcza wskutek występujących trudności w zaadaptowaniu mechanizmów mierzących zakres dywersyfikacji dla tych spółek). Dane pozyskano z baz danych Amadeus i Datastream, jak również bezpośrednio z raportów rocznych (głównie skonsolidowanych) spółek – dane zostały pozyskane ręcznie. Ten drugi sposób był wykorzystany głównie do obliczenia skali oraz uwarunkowań wyboru strategii dywersyfikacji i internacjonalizacji przez polskie spółki publiczne.

Mając na uwadze wszystkie powyższe założenia, liczebność próby wyniosła ogółem 201 spółek.

4.2. Zmienne badawcze

Analizowane zmienne pogrupowano na cztery podstawowe obszary: zmienne charakteryzujące liczebność rad nadzorczych, zmienne strategiczne opisujące zakres dywersyfikacji i internacjonalizacji, zmienne określające wyniki spółek (*performance*) oraz zmienne kontrolne wskazujące na wielkość firmy. Listę zmiennych ukazuje tab. 17.

Zmienne badawcze zostały dobrane w sposób nieprzypadkowy. Ma to wyraźny związek zarówno z możliwością doboru danych do badań w warunkach polskich, jak i zapewnieniem porównywalności badań do warunków badań światowych, mając na uwadze fakt, iż w zdecydowanej większości badań światowych nie występowały w badaniach rady nadzorcze – badania dotyczyły modeli jednopoziomowych. Z punktu widzenia wyboru zmiennych reprezentujących strategię badanych spółek, wybór dwóch strategii na poziomie spółki – strategii dywersyfikacji oraz strategii internacjonalizacji – wynikał z dwóch podstawowych przesłanek. Pierwsza z nich związana jest z potencjalnym wpływem rady nadzorczej zarówno na jeden, jak i drugi typ strategii, co potwierdzone zostało w badaniach literaturowych i praktyce. Druga przesłanka to dostępność zmiennych do badań opartych na danych wtórnych. W tym przypadku pozostałe strategię na poziomie korporacji nie dają możliwości uzyskania odpowiednich danych do przeprowadzenia badań ilościowych, co w praktyce wyklucza możliwość wyboru takich zmiennych do badań, jak na przykład fuzje i przejęcia czy integracja wertykalna.

Jeśli chodzi o zmienne strategiczne reprezentujące inne potencjalne poziomy strategii w spółkach, to z uwagi na charakter tych typów strategii, gdzie w zdecydowanej większości przypadków odpowiedzialność za ich realizację odnosi się co najwyżej do poziomu danego biznesu spółki, nie zdecydowano się na ich wykorzystanie w niniejszych badaniach.

Tabela 17. Zmienne badawcze

| Akronim | Opis zmiennej |
|---------|---|
| BN_11 | Liczebność rady nadzorczej |
| HI_11 | Strategia dywersyfikacji (indeks Herfindhala) |
| FR%_11 | Strategia internacjonalizacji (% przychodów ogółem) |
| ROA_11 | Zwrot na aktywach |
| ROS_11 | Zwrot na sprzedaży |
| AO_11 | Aktywa ogółem (logarytm naturalny) |
| Rev_11 | Przychody ogółem (logarytm naturalny) |

Źródło: opracowanie własne.

Poszczególne zmienne zostały opracowane zgodnie z poniższymi zasadami i uwarunkowaniami.

Zmienna dotycząca liczebności rady nadzorczej w spółkach była powiązana z wcześniej przytoczonymi wynikami badań światowych, gdzie m.in. również jako jedną ze zmiennych objaśniających przyjmowano liczebność rady dyrektorów. Ponadto, w warunkach polskich spółek publicznych istnieją znaczące różnice co do liczebności rad poszczególnych spółek publicznych. Stąd przyjęto zasadę, że zmienna ta będzie najbardziej właściwa dla prowadzonego badania. Należy wspomnieć, iż zmienna ta, podobnie jak zmienne charakteryzujące zakres dywersyfikacji produktowej i geograficznej (internacjonalizacji), była do badań pozyskana „ręcznie”.

Strategie badanych spółek mierzone były w dwóch głównych obszarach: strategii internacjonalizacji spółki i strategii dywersyfikacji działalności spółki. Taki wybór podyktowany był dostępnością informacji w zakresie wyłącznie tych dwóch obszarów z raportów rocznych spółek (oraz innych materiałów udostępnianych przez spółki). **Strategię internacjonalizacji** określa się najczęściej (A. Duru i D. M. Reeb¹⁴; D. M. Reeb, C. Y. Kwok i Y. Baek¹⁵; D. Sullivan¹⁶) jako stosunek przychodów z eksportu do przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów ogółem lub jako procent aktywów zaangażowanych na rynkach zagranicznych. W opracowaniu przyjęto tę pierwszą zmienną jako właściwą dla zmierzenia stopnia internacjonalizacji polskich spółek publicznych. Należy podkreślić, iż zdecydowana większość spółek podaje te dane bardzo precyzyjnie, co nie budzi wątpliwości interpretacyjnych.

Ocena stopnia dywersyfikacji działalności spółek nastęczała zdecydowanie większych trudności. Podstawą do ujawnienia danych są Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, zgodnie z którymi spółki powinny ujawniać wielkość przychodów ze sprzedaży w podziale na poszczególne segmenty działalności (podział branżowy działalności spółek). Obowiązki spółek na ten temat określa MSR 14 – Sprawozdawczość Segmentów Działalności. Sprawozdania finansowe polskich spółek publicznych są wprawdzie sporządzane zgodnie z tymi standardami (dzięki czemu można było określić stopień dywersyfikacji ich przychodów), lecz dane te nie są pokazywane precyzyjnie w układzie zgodnym z Polską Klasyfikacją Działalności (PKD). Należy jednak zauważyć, iż spółki nie zawsze precyzyjnie określają swoje branżowe segmenty działalności, z reguły nie podając informacji na temat procentowego udziału w przychodach ze sprzedaży odniesionego z poszczególnych sektorów zgodnie z PKD. Stąd niemożność przedstawienia w badaniach większej liczby wskaźników (poza wyżej wymienionym indeksem Herfindahla). Generalnie

14 A. Duru, D. M. Reeb, *Geographic and industrial corporate diversification: The level and structure of executive compensation*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2002, no. 1, s. 1–24.

15 D. M. Reeb, C. Y. Kwok, Y. Baek, *Systematic risk...*, s. 263–279.

16 D. Sullivan, *Measuring the degree of internationalization of a firm*, „Journal of International Business Studies” 1994, no. 2, s. 325–342.

istnieje kilka miar pozwalających na określenie stopnia zdywersyfikowania działalności spółek: procent przychodów pochodzących z pierwszej (bądź kolejnych) działalności¹⁷, indeks Herfindahla obrazujący stopień koncentracji przychodów z poszczególnych działalności¹⁸ oraz miara entropii obrazująca stopień rozproszenia działalności firmy¹⁹. Wszystkie powyższe zmienne są powszechnie wykorzystywane do oceny stopnia dywersyfikacji działalności przedsiębiorstwa. Obydwa wskaźniki (indeks Herfindahla i miara entropii) wykorzystywane są m.in. przez R. Amita i J. Livnata²⁰ oraz H. P. Bowena i M. F. Wiersema²¹. Zmienną opartą na indeksie Herfindahla wykorzystują też m.in. Y. Zhang i X. Li²², natomiast miarę entropii S. P. Raghunathan²³. Z uwagi na silną korelację pomiędzy indeksem Herfindahla a miarą entropii zdecydowano się użyć wyłącznie jednej spośród tych zmiennych, czyli najczęściej wykorzystywanego w tego typu badaniach indeksu Herfindahla.

Kolejną grupą metod były **zmienne opisujące wyniki finansowe spółek**. Spośród szeregu założeń do dalszych badań przyjęto następujące dwie zmienne: ROA i ROS. Pierwszy ze wskaźników, rentowność aktywów (ROA), to podstawowy wskaźnik pokazujący efektywność wykorzystania zasobów spółki. Zgodnie z formułą zaproponowaną m.in. przez J. Czekaja i Z. Dreslera²⁴ został on obliczony na koniec 2011 r.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Zysk netto}}{\text{Aktywa razem}}$$

Drugi wskaźnik, rentowność sprzedaży (ROS), informuje o marży zysku realizowanej na sprzedaży przez firmę, czyli o udziale zysku po opodatkowaniu (netto) w sprzedaży ogółem spółki²⁵.

17 R. P. Rumelt, *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard University, Boston 1974.

18 Indeks Herfindahla obliczono zgodnie z następującym wzorem: $H = \ln \sum_{i=1}^n (S_i)^2$ gdzie S_i to wielkość przychodów ze sprzedaży spółki w i -tym sektorze (na czwartej cyfrze PKD).

19 Miara entropii jest obliczana zgodnie z następującym wzorem: $TE = \sum_{i=1}^n S_i \ln(1/S_i)$ gdzie S_i to wielkość przychodów ze sprzedaży spółki w i -tym sektorze (na czwartej cyfrze PKD).

20 R. Amit, J. Livnat, *A concept of conglomerate diversification*, "Journal of Management" 1988, s. 593–604.

21 H. P. Bowen, M. F. Wiersema, *Foreign-based competition and corporate diversification strategy*, "Strategic Management Journal" 2005, no. 26, s. 1153–1171.

22 Y. Zhang, X. Li, *Ownership structure and corporate diversification*, "Business and Politics" 2006, vol. 8, issue 1, s. 1–19.

23 S. P. Raghunathan, *A refinement of the entropy measure of firm diversification: Toward definitional and computational accuracy*, "Journal of Management" 1995, vol. 21, no. 5, s. 989–1002.

24 J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*, Wyd. Naukowe PWN, 2005, s. 218.

25 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1998.

$$\text{ROS} = \frac{\text{Zysk netto}}{\text{Sprzedaż netto}}$$

Ostatnia grupa wskaźników to **zmienne kontrolne charakteryzujące wielkość firmy**. Wielkość spółki w badaniach światowych mierzona jest na kilka sposobów. Najczęściej oblicza się ją jako wartość księgową aktywów (R. Johnson i L. Soenen²⁶, P. Lee i H. O'Neill²⁷), kapitalizację giełdową (G. Kiel i G. Nicholson²⁸), wielkość przychodów ze sprzedaży lub poprzez wielkość zatrudnienia. W bieżącym badaniu wielkość spółki mierzona była jako wielkość aktywów razem (w postaci logarytmu naturalnego) oraz wielkość przychodów ze sprzedaży (również mierzona logarytmem naturalnym).

4.3. Metody badawcze

Badanie zostało przeprowadzone z wykorzystaniem analizy regresji wielorakiej. Modele szacujące wpływ liczebności rady nadzorczej na zakres odpowiednio strategii dywersyfikacji i strategii internacjonalizacji zakładały, że:

Model 1: strategia dywersyfikacji

$$Y(\text{HI}_{11}) = \beta_0 + \beta_1 \text{BN}_{11} + \beta_2 \text{ROA}_{11} + \beta_3 \text{ROS}_{11} + \beta_4 \text{AO}_{11} + \beta_5 \text{Rev}_{11} + \varepsilon \quad (1)$$

Model 2: strategia internacjonalizacji

$$Y(\text{FR}\%_{11}) = \beta_0 + \beta_1 \text{BN}_{11} + \beta_2 \text{ROA}_{11} + \beta_3 \text{ROS}_{11} + \beta_4 \text{AO}_{11} + \beta_5 \text{Rev}_{11} + \varepsilon \quad (2)$$

gdzie:

- $Y(\text{HI}_{11})$ – zakres strategii dywersyfikacji spółki (mierzonej jako indeks Herfindahla);
- $Y(\text{FR}\%_{11})$ – zakres strategii internacjonalizacji spółki (mierzonej jako % przychodów eksportowych do przychodów ogółem);
- $\beta_1 \text{BN}_{11}$ – liczebność rady nadzorczej spółki (liczba naturalna);
- $\beta_2 \text{ROA}_{11}$ – ROA spółki;
- $\beta_3 \text{ROS}_{11}$ – ROS spółki;
- $\beta_4 \text{AO}_{11}$ – aktywa ogółem spółki (mierzone jako logarytm naturalny);
- $\beta_5 \text{Rev}_{11}$ – przychody ogółem spółki (mierzone jako logarytm naturalny).

26 R. Johnson, L. Soenen, *Indicators of successful companies*, „European Management Journal” 2003, no. 3, s. 364–369.

27 P. Lee, H. O'Neill, *Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives*, „Academy of Management Journal” 2003, no. 2, s. 212–225.

28 G. Kiel, G. Nicholson, *Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*, „Corporate Governance: An International Review” 2003, no. 3, s. 189–205.

5. Wyniki badań

5.1. Statystyki deskryptywne

Tabela 18 przedstawia dane dotyczące średniej arytmetycznej, odchylenia standardowego, wartości minimum oraz maksimum dla wszystkich zmiennych uwzględnionych w badaniach. Na uwagę zasługują skrajne odchylenia pomiędzy wartościami min i max dla zmiennych określających rentowność spółek, co jest szczególnie widoczne w wysoce ujemnej marży na sprzedaży realizowanej przez jedną ze spółek z badania (spółka DBB Green Energy z rynku NewConnect) czy też w bardzo ujemnych wynikach dotyczących współczynnika ROA (najniższy wynik realizowany był przez spółkę w upadłości – Drewex).

Tabela 18. Statystyki deskryptywne

| Zmienna | Średnia | Min | Max | SD |
|---------|---------|----------|-------|-------|
| BN_11 | 5,88 | 5,00 | 13,00 | 1,50 |
| HI_11 | 0,58 | 0,19 | 1,00 | 0,23 |
| FR%_11 | 0,21 | 0,00 | 0,98 | 0,23 |
| ROA_11 | 1,89 | -88,50 | 52,64 | 13,94 |
| ROS_11 | -5,92 | -1135,00 | 23,24 | 71,66 |
| AO_11 | 4,50 | -0,89 | 10,98 | 2,20 |
| Rev_11 | 4,09 | -6,91 | 11,59 | 2,64 |

Źródło: opracowanie własne.

Z kolei tab. 19 przedstawia macierz korelacji pomiędzy poszczególnymi zmiennymi. Wyniki wskazują na istnienie statystycznie bardzo istotnej korelacji pomiędzy zmiennymi, co do których należy tej korelacji oczekiwać: ROA i ROS (przy poziomie ufności 1%), aktywa ogółem oraz przychody całkowite (ten sam poziom ufności). Równie statystycznie istotną korelację można odnotować pomiędzy liczebnością rady nadzorczej a zmiennymi określającymi wielkość spółki (aktywa ogółem i przychody całkowite), co oznacza, iż większe spółki mają statystycznie bardziej liczne rady nadzorcze. Spośród pozostałych wskaźników należy zwrócić uwagę na stosunkowo wysoką zależność pomiędzy stopniem internacjonalizacji a zmiennymi: ROS (zależność odwrotna) i przychody całkowite.

Tabela 19. Macierz korelacji

| Zmienna | ROA_11 | ROS_11 | AO_11 | Rev_11 | BN_11 | HI_11 | FR%_11 |
|---------|-------------------|---------|---------|---------|-------|-------|--------|
| ROA_11 | 1,00 | | | | | | |
| ROS_11 | 0,62*** | 1,00 | | | | | |
| AO_11 | 0,08 | 0,02 | 1,00 | | | | |
| Rev_11 | 0,13 [†] | -0,03 | 0,89*** | 1,00 | | | |
| BN_11 | -0,00 | -0,10 | 0,58*** | 0,47*** | 1,00 | | |
| HI_11 | 0,04 | 0,01 | -0,12 | -0,09 | 0,05 | 1,00 | |
| FR%_11 | -0,02 | -0,17** | 0,07 | 0,15** | -0,08 | -0,07 | 1,00 |

* $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Źródło: opracowanie własne.

5.2. Model 1

Wyniki przeprowadzone dla modelu 1 przedstawione zostały w tab. 20. Na ich podstawie można zauważyć pewne wsparcie dla postawionej hipotezy 1, zakładającej, że liczebność rady nadzorczej będzie miała wpływ na strategię dywersyfikacji prowadzone przez spółki. Tym niemniej należy zauważyć, iż jest to wpływ negatywny przy poziomie istotności $\alpha = 0,05$, co można odbierać jako wpływ istotny statystycznie. Natomiast sam negatywny wynik oznacza, iż wraz ze wzrostem liczebności rady nadzorczej ogólny poziom dywersyfikacji działalności spółki maleje (tj. rośnie współczynnik to mierzący – indeks Herfindahla).

Pozostałe zmienne (poza liczebnością rady nadzorczej) nie są istotne statystycznie z małym wyjątkiem. Poziom aktywów ogółem spółki słabo koreluje z indeksem Herfindahla, co oznacza, iż w pewnym zakresie wzrost skali aktywów spółki wpływa pozytywnie na jej zakres strategii dywersyfikacji. Pozostałe trzy zmienne nie są istotne statystycznie, natomiast ogólny wskaźnik dopasowania dla tego modelu jest raczej słaby, przy niskich poziomach R^2 oraz Adj. R^2 .

Tabela 20. Wyniki modelu 1 – strategia dywersyfikacji

| Zmienna | N | R | R^2 | Adj. R^2 | F | β | t |
|-----------|-----|-------|-------|------------|-------|---------------------|-------|
| β_0 | 186 | 0,206 | 0,043 | 0,017 | 1,633 | 0,582*** | 8,06 |
| ROA_11 | | | | | | 0,001 | 0,44 |
| ROS_11 | | | | | | 0,009 | 0,13 |
| AO_11 | | | | | | -0,046 [†] | -1,92 |
| Rev_11 | | | | | | 0,015 | 0,69 |
| BN_11 | | | | | | 0,030** | 2,19 |

* $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Źródło: opracowanie własne.

5.3. Model 2

Wyniki badania dla modelu 2 są ujęte w tab. 21. Tym razem wyniki te zwiększają siłę wnioskowania statystycznego ze względu na znacznie wyższy osiągnięty poziom statystycznej istotności dla niemal wszystkich zmiennych wybranych do badań. Wsparcie dla hipotezy 2 jest na co najmniej tym samym poziomie, co w modelu 1 (te same poziomy statystyki t). Oznacza to, iż liczebność rady nadzorczej jest statystycznie istotną zmienną (przy $\alpha = 0,05$) zarówno dla zakresu prowadzonych przez spółki publiczne strategii dywersyfikacji, jak i strategii internacjonalizacji. Co ważniejsze, ponownie wynik ten (wpływ negatywny) wskazuje, iż wraz ze wzrostem liczebności rady nadzorczej maleje zakres strategii internacjonalizacji stosowanej przez spółki.

Tabela 21. Wyniki modelu 1 – strategia internacjonalizacji

| Zmienna | N | R | R^2 | Adj. R^2 | F | β | t |
|-----------|-----|-------|-------|------------|-------|----------|-------|
| β_0 | 184 | 0,301 | 0,090 | 0,065 | 3,537 | 0,235*** | 3,18 |
| ROA_11 | | | | | | 0,002 | 0,88 |
| ROS_11 | | | | | | -0,171** | -2,36 |
| AO_11 | | | | | | -0,019 | -0,76 |
| Rev_11 | | | | | | 0,047** | 2,08 |
| BN_11 | | | | | | -0,028** | -2,01 |

* $p < 0,10$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki modelu 2 pokazują, iż w przeciwieństwie do poprzedniego modelu znacznie istotniejsze są pozostałe zmienne wybrane do badań. Istotna statystycznie jest nie tylko liczebność rady nadzorczej, lecz także ROS oraz wielkość firmy mierzona przychodami ogółem, przy czym obie przy $\alpha = 0,05$). Ponadto model ten charakteryzuje się nieco lepszym poziomem dopasowania ogólnego, przy wyższych wobec modelu 1 wartościach R^2 oraz Adj. R^2 .

6. Konkluzje oraz dyskusja

Ogółem można zauważyć raczej silne potwierdzenie obydwu postawionych w opracowaniu hipotez badawczych. To oznacza, że – przynajmniej do pewnego stopnia – liczebność rady nadzorczej jest statystycznie istotnym wyznacznikiem

kiem zakresu zaangażowania polskich spółek publicznych w realizację strategii dywersyfikacji i strategii internacjonalizacji. Aczkolwiek wpływ ten, co może być rezultatem niezgodnym z powszechnym odczuciem, jest negatywny dla obu tych typów strategii. Oznacza to, iż wraz ze wzrostem liczebności rady nadzorczej maleje skłonność spółki do realizacji strategii dywersyfikacji i/lub internacjonalizacji. Natomiast silna dodatnia korelacja pomiędzy liczebnością rad spółek a ich wielkością (mierzoną aktywami ogółem i przychodami całkowitymi) oznacza, iż większe spółki mają niższą skłonność do przeprowadzania działań dywersyfikujących ich profil działalności czy zwiększających skalę zaangażowania międzynarodowego.

Wyjaśnieniem tego fenomenu rozwojowego polskich spółek publicznych może być proces prywatyzacji polskich przedsiębiorstw państwowych prowadzony we wcześniejszych latach rozwoju polskiej gospodarki. Byłoby to zgodne z wnioskami naszego zespołu z wcześniejszych badań²⁹ o niskim stopniu korelacji pomiędzy wielkością polskich spółek publicznych a ich strategiami dywersyfikacji i internacjonalizacji. W poprzednich badaniach zwracaliśmy uwagę na fakt, iż takie wyniki mogą być nieoczekiwanym rezultatem prowadzonych wcześniej procesów polskiej prywatyzacji. I tym razem wydaje się, iż może być podobnie.

Pomimo faktu, że wyniki badań są niezgodne z obserwacjami badań światowych, w naszych rodzimych warunkach nie muszą one wcale wywoływać zdziwienia. Polskie spółki publiczne, w przeciwieństwie do spółek funkcjonujących w rozwiniętych gospodarkach światowych, charakteryzują się znacznie wyższym stopniem koncentracji własności, ponadto w wielu przypadkach najważniejszymi akcjonariuszami (często dominującymi) są inwestorzy branżowi, z reguły wyznaczający ramy ich strategii, poza które spółka nie może wyjść. Mając na uwadze fakt, że wyniki wskazują na istnienie dodatniej korelacji (statystycznie istotnej) pomiędzy wielkością spółki a liczebnością rady nadzorczej, można przyjąć, iż w wielu przypadkach dotyczy to właśnie spółek z dominującym akcjonariuszem branżowym. Stąd władze tych spółek raczej nie są do końca samodzielnie w zakresie podejmowania tak istotnych decyzji strategicznych, jak skala dywersyfikacji czy stopień umiędzynarodowienia przychodów (obie te zmienne korelują negatywnie z liczebnością rad nadzorczych, aczkolwiek korelacja ta nie jest istotna statystycznie). W przypadku spółek mniejszych, które znacznie częściej nie mają dominującego inwestora branżowego, zakres samodzielności członków ich organów jest raczej wyższy. Wobec powyższego wyniki przeprowadzonych badań raz jeszcze wskazują, że rozwój spółek publicznych w Polsce, głównie z uwagi na historyczne uwarunkowania (w tym procesy prywatyzacyjne), poszedł nieco odmienną drogą niż w krajach rozwiniętych gospodarczo.

29 J. Jeżak (red. nauk.), *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.

Należy jednak mieć na uwadze, że sytuacja ta z roku na rok może się zmieniać – tym bardziej, iż rośnie zarówno skala, jak i znaczenie polskiej gospodarki, a także ze względu na fakt, iż liczba spółek publicznych zwiększa się rokrocznie, a tym samym stopniowo maleje znaczenie (jeszcze niedawno niemal przytłaczające) spółek, które były w przeszłości podmiotami prywatyzowanymi. Wobec czego analogiczne badania prowadzone w przyszłości mogą przynieść wyniki odmienne od obecnych. Przyszłe badania w tym bądź zbliżonym obszarze badawczym warte są kontynuacji, zwłaszcza po uwzględnieniu większej liczby spółek poprzez włączenie do nich spółek z innych państw (obok polskich mogłyby to również być inne kraje Europy Środkowo-Wschodniej). Jak widać z wielu innych badań, doświadczenia rynków rozwijających się mogą być zasadniczo odmienne od doświadczeń krajów rozwiniętych, dla których prowadzona jest przytłaczająca większość projektów badawczych. Warto też w przyszłości wziąć pod uwagę dłuższy horyzont badawczy, który w warunkach krajowych, z powodu ograniczonej dostępności danych, jest możliwy maksymalnie w przedziale kilkuletnim.

Rozdział VII

Wpływ rad nadzorczych na procesy formułowania i realizowania strategii w polskich spółkach publicznych – wyniki przeprowadzonych badań własnych

1. Charakterystyka badania i opis badanej próby

W badaniu na temat wpływu rad nadzorczych na procesy formułowania i realizowania strategii w polskich spółkach publicznych dane zbierano za pomocą kwestionariusza ankiety. Wpływ na wybór metody zbierania danych miały jej zalety, którymi są: obniżenie skali błędu wynikającego ze stronniczego wpływu cech ankietera lub stosowanych przez niego technik; zapewnienie wysokiego stopnia anonimowości, co jest szczególnie ważne w przypadku pytań dotyczących drażliwych tematów; możliwość zastanowienia się przez respondenta nad pytaniem oraz odwołania się do innych źródeł; możliwość zbadania próby osób rozproszonych na dużym obszarze geograficznym¹. Te zalety są istotne w przypadku prowadzenia badań w obszarze ładu korporacyjnego. Kwestionariusz został wysłany do członków rad nadzorczych polskich spółek giełdowych będących obywatelami polskimi i pełniących funkcje nadzorcze w polskich spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Łącznie przesłano go do 1971 osób. Zwroty otrzymano od 86 respondentów. Stopa zwrotu wyniosła 4,36%. Ankiety przesłano zarówno pocztą elektroniczną, jak i pocztą tradycyjną (dwukrotnie).

Na etapie projektowania kwestionariusza dużą uwagę zwrócono na układ graficzny kwestionariusza i jego estetykę oraz układ pytań. Miało to pomóc w zwiększeniu liczby zwrotów. Starano się wyeliminować często podkreślane wady ankiet, respektując konieczność formułowania prostych i łatwo zrozumiałych pytań oraz

1 Ch. Frankfort-Nachmias, D. Nachmias, *Metody badawcze w naukach społecznych*, Wyd. Zysk i S-ka, Poznań 2001, s. 242–243.

czytelnych instrukcji. Ta wada została wyeliminowana na etapie konstruowania kwestionariusza. Nie wszystkie wady badania ankietowego udało się wyeliminować. Chodzi tu przede wszystkim o niski zwrot². Wynikało to głównie z problemów związanych z przekazywaniem kwestionariuszy respondentom przez biura zarządów. Jest to największy problem badań ankietowych prowadzonych wśród członków rad nadzorczych.

Zaprojektowany na potrzeby niniejszego badania kwestionariusz został podzielony na dwie części (część A i część B). W części A znalazły się pytania dotyczące opinii respondentów na temat głównych celów funkcjonowania polskich spółek, roli rady nadzorczej na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego, funkcji rad nadzorczych oraz zmian polskiego modelu organów statutowych. Łącznie w tej części umieszczono 12 rozbudowanych pytań. W części B znalazły się pytania dotyczące sektorów spółek nadzorowanych przez respondentów; wielkości nadzorowanych spółek; liczby rad, w których respondenci zasiadali w trakcie badania; funkcji pełnionych przez nich w radach; doświadczenia w sprawowaniu nadzoru, profilu zawodowego i wykształcenia respondentów. W tej części zamieszczono więc 11 pytań (kwestionariusz ankiety znajduje się w Aneksie).

W trakcie badania realizowano trzy cele empiryczne, którymi były:

- 1) ocena realizowanych przez rady nadzorcze polskich spółek publicznych funkcji i zadań, ze szczególnym uwzględnieniem tych, które są związane z kreowaniem strategii spółek;
- 2) określenie roli rad nadzorczych na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego;
- 3) zbadanie czynników, które mogą przyczynić się do zwiększenia aktywności rad nadzorczych w procesie zarządzania strategicznego i wskazanie ewentualnych kierunków zmian funkcjonowania tych organów.

W dalszej części rozdziału przedstawione zostaną charakterystyki próby badawczej. Jako pierwszą zmienną przeanalizowano wykształcenie respondentów. Najczęściej deklarowano wykształcenie wyższe ekonomiczne – wskazało na nie 38 respondentów. Na drugim miejscu znalazło się wykształcenie wyższe techniczne (26 wskazań), a następnie wykształcenie wyższe prawnicze (13 wskazań) i wyższe w zakresie nauk o zarządzaniu (12 respondentów). Wyższe wykształcenie w innym zakresie zadeklarowało 9 respondentów, a 3 – inne niż wyższe (tab. 22). Z zestawienia widać, że wykształcenie wyższe ekonomiczne dominuje wśród członków rad nadzorczych polskich spółek publicznych, co jest również zgodne z wynikami uzyskanymi w innych badaniach ankietowych realizowanych przez J. Jeżaka i L. Bohdanowicza³. Na przykład w bada-

2 Ibidem.

3 J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005; L. Bohdanowicz, *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.

niu L. Bohdanowicza 45,37% respondentów legitymowało się wykształceniem wyższym ekonomicznym lub w zakresie zarządzania, 22,44% wykształceniem wyższym technicznym, zaś 13,66% – wykształceniem prawniczym. Taka sama kolejność i podobne proporcje były w próbie analizowanej w trakcie badań pod kierunkiem naukowym J. Jeżaka. Wskazuje to na stabilność struktury rad nadzorczych polskich spółek pod względem rodzajów wykształcenia ich członków.

Tabela 22. Wykształcenie respondentów

| Rodzaj wykształcenia | Liczba respondentów |
|--------------------------------------|---------------------|
| Wyższe ekonomiczne | 38 |
| Wyższe prawnicze | 13 |
| Wyższe techniczne | 26 |
| Wyższe w zakresie nauk o zarządzaniu | 12 |
| Wyższe w innym zakresie | 9 |
| Inne | 3 |

Źródło: opracowanie własne.

W tab. 23 znajdują się profile zawodowe respondentów. 19 z nich było na co dzień członkami zarządu innych spółek, 16 indywidualnymi przedsiębiorcami, kolejnych 15 określiło siebie jako inwestorów giełdowych, a 14 było pracownikami wyższej uczelni. Warto również podkreślić, że tylko 2 respondentów było urzędnikami państwowymi, a 3 pracownikami banków, funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych lub innych instytucji finansowych (tab. 23). To zestawienie pokazuje, iż kompetencje zdobyte na najwyższych szczeblach spółek oraz podczas prowadzenia własnej działalności biznesowej są najbardziej przydatne w wypełnianiu funkcji nadzorczych w radach innych spółek. Te kompetencje pomagają przede wszystkim w kompleksowym spojrzeniu na problemy firm, a kiedy indziej – w dostrzeganiu odpowiednich szczegółów. B. Tricker⁴ twierdził, że jest to patrzenie na sprawy spółki niczym z helikoptera, będącego raz w powietrzu (ocenie całości), a innym razem na trawie (ocenie szczegółów). Ponadto, zamieszczone zestawienie pokazuje, iż rady charakteryzują się różnorodnością pod względem profili zawodowych – ich członkami są choćby pracownicy wyższych uczelni, pracownicy spółek oraz prawnicy prowadzący własną praktykę. To pozwala na wieloaspektowe spojrzenie na problemy spółek rad jako organów nadzoru i zespołów osobowości.

4 B. Tricker, *Essential for Board of Directors*, Bloomberg Press, New York 2009, s. 130–131.

Tabela 23. Profile zawodowe respondentów

| Profil zawodowy | Liczba respondentów |
|---|----------------------------|
| Członek zarządu spółki | 19 |
| Indywidualny przedsiębiorca | 16 |
| Inwestor giełdowy | 15 |
| Pracownik wyższej uczelni | 14 |
| Zawodowy członek rady nadzorczej | 8 |
| Menedżer wyższego szczebla niebędący członkiem zarządu | 7 |
| Pracownik przedsiębiorstwa spółki | 7 |
| Prawnik prowadzący praktykę | 5 |
| Menedżer firmy konsultingowej | 5 |
| Pracownik banku, funduszu emerytalnego, funduszu inwestycyjnego lub innej instytucji finansowej | 3 |
| Urzędnik państwowy | 2 |
| Inny | 8 |

Źródło: opracowanie własne.

W próbie znaleźli się członkowie rad nadzorujący spółki z różnych sektorów. Najwięcej, bo 43 respondentów, nadzorowało spółki z sektorów przemysłowych, 36 nadzorowało spółki z sektorów handlowych i usługowych, natomiast 20 banki, a 16 spółki z pozostałych sektorów finansowych (tab. 24). Liczba spółek nie odpowiada liczbie respondentów, gdyż wielu z nich nadzorowało więcej niż jedną spółkę, zaś spółki te często należały do różnych sektorów. Co więcej, próba była zrównoważona pod względem liczby członków pełniących funkcje nadzorcze w spółkach z trzech sektorów – w podobnej liczbie reprezentowane były spółki przemysłowe, spółki handlowe i usługowe oraz łącznie spółki z sektora finansów (razem z bankowością).

Tabela 24. Makrosektory spółek nadzorowanych przez respondentów

| Makrosektor | Liczba wskazań |
|--------------------|-----------------------|
| Przemysł | 43 |
| Handel i usługi | 36 |
| Bankowość | 20 |
| Pozostałe finanse | 16 |

Źródło: opracowanie własne.

W tab. 25 zamieszczono dane dotyczące łącznej wartości aktywów spółek, które nadzorowali respondenci. 38 respondentów nadzorowało spółki o wartości aktywów powyżej 1 mld złotych; 29 osób – spółki o wartości aktywów mieszczących się w przedziale między 200 mln a 1 mld złotych, zaś 37 respondentów zasiadało w radach nadzorczych spółek, których wartość aktywów była niższa niż 200 mln złotych. Spółki nadzorowane przez respondentów miały zatem różne wielkości aktywów razem.

Tabela 25. Wartość aktywów razem spółek nadzorowanych przez respondentów (w mln zł)

| Kategoria | Liczba wskazań |
|----------------|----------------|
| Poniżej 200 | 37 |
| Od 200 do 1000 | 29 |
| Powyżej 1000 | 38 |

Źródło: opracowanie własne.

Ponadto przeważająca liczba osób biorących udział w badaniu reprezentowała w radach nadzorczych akcjonariuszy większościowych. Jak pokazano w tab. 26, aż 59 respondentów reprezentowało w co najmniej jednej radzie akcjonariusza większościowego, natomiast 13 – akcjonariuszy mniejszościowych, zaś 2 – pracowników. 23 respondentów zadeklarowało, że są w co najmniej jednej radzie członkami niezależnymi. Trzeba jednak podkreślić, że choć wśród respondentów dominowały osoby reprezentujące dominujących akcjonariuszy, to w porównaniu z wcześniej wspomnianymi badaniami, np. L. Bohdanowicza, stosunkowo mało respondentów było niezależnymi członkami rad.

Tabela 26. Kogo reprezentowali w radach respondenci?

| Kategoria | Liczba wskazań |
|------------------------------|----------------|
| Akcjonariusz większościowy | 59 |
| Akcjonariusze mniejszościowi | 13 |
| Pracownicy | 2 |
| Niezależni członkowie rad | 23 |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 27 zawiera dane na temat funkcji sprawowanych przez respondentów w radach nadzorczych. 26 z nich było przewodniczącymi tych organów, 25 pełniło funkcję zastępcy przewodniczącego, a 9 było sekretarzami rad nad-

zorczych. Najwięcej, bo 27 badanych, było przewodniczącymi lub członkami komitetu ds. audytu, a 13 – przewodniczącymi lub członkami innego komitetu. 24 respondentów nie pełniło żadnej funkcji w radach spółek, które nadzorowali. Reasumując – zdecydowana większość ankietowanych sprawowała różne funkcje w radach, przewodząc im lub będąc członkami różnych komitetów. Taka struktura respondentów jest korzystna, gdyż członkowie rad pełniący różne funkcje (a w szczególności funkcję przewodniczącego) mają zazwyczaj większe doświadczenie i wiedzę na temat udziału rad nadzorczych w procesie zarządzania strategicznego.

Tabela 27. Funkcje pełnione przez respondentów w radach nadzorczych

| Kategoria | Liczba wskazań |
|--|----------------|
| Przewodniczący rady nadzorczej | 26 |
| Zastępca przewodniczącego rady nadzorczej | 25 |
| Sekretarz rady nadzorczej | 9 |
| Przewodniczący lub członek komitetu ds. audytu | 27 |
| Przewodniczący lub członek innego komitetu | 13 |
| Członek rady nadzorczej bez funkcji | 24 |

Źródło: opracowanie własne.

W tab. 28 pokazany jest stopień koncentracji struktur własnościowych spółek, które nadzorowali ankietowani. W 13 spółkach największy akcjonariusz miał udział we własności o wielkości poniżej 10%, w 8 spółkach – od 10 do 20%. Po 11 spółek miało największego akcjonariusza, którego udział w strukturze własnościowej mieścił się odpowiednio: w przedziale 20–30%, w przedziale 30–40% bądź w przedziale 40–50%. Najwięcej, bo w 24 spółkach, udział dominującego akcjonariusza mieścił się w przedziale od 50 do 60%, zaś w kolejnych 12 – między 60 a 70%. W 19 spółkach, które nadzorowali respondenci, dominujący akcjonariusz miał udział we własności powyżej 70%, w tym w 12 – powyżej 90%. Ten fakt potwierdza ogólny obraz struktur własnościowych polskich spółek publicznych. W wielu badaniach (np. P. Tamowicza i P. Dzierżanowskiego⁵ czy M. Aluchny⁶) wskazano na wysoki stopień koncentracji własności, co również znalazło odzwierciedlenie w niniejszym badaniu.

5 P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji*, „Organizacja i Kierowanie” 2001, nr 2; M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007.

6 M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance...*, s. 42.

Tabela 28. Jaki jest łącznie bezpośredni i pośredni udział we własności nadzorowanej przez Pana/Panią spółki największego akcjonariusza?

| Wielkość udziału | Liczba wskazań |
|------------------|----------------|
| Poniżej 10% | 13 |
| Od 10 do 20% | 8 |
| Od 20 do 30% | 11 |
| Od 30 do 40% | 11 |
| Od 40 do 50% | 11 |
| Od 50 do 60% | 24 |
| Od 60 do 70% | 12 |
| Od 70 do 80% | 5 |
| Od 80 do 90% | 2 |
| Od 90 do 100% | 12 |

Źródło: opracowanie własne.

Najwięcej rad nadzorowanych przez ankietowanych odbyło w roku poprzedzającym badanie od 5 do 8 posiedzeń – taką liczbę wskazało 49 z nich. 26 respondentów zaznaczyło, że rady odbyły 4 lub mniej posiedzeń, zaś 23 – od 9 do 12 posiedzeń. Tylko 8 badanych podało, że rady odbyły powyżej 12 posiedzeń (tab. 29). Dowodzi to, że wiele rad odbywa posiedzenia dość rzadko, na co wskazują również inne badania L. Bohdanowicza⁷, gdzie średnia arytmetyczna tych posiedzeń wyniosła 6,4276.

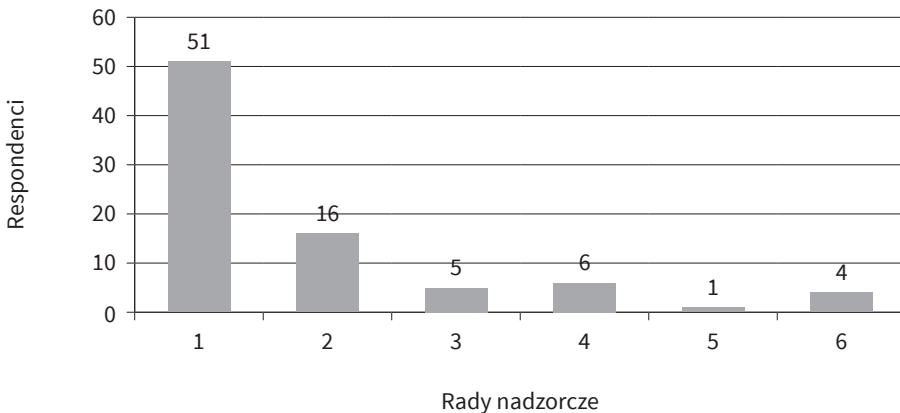
Tabela 29. Ile posiedzeń odbyły rady nadzorcze, w których zasiadali respondenci w ostatnim roku?

| Liczba posiedzeń | Liczba wskazań |
|------------------|----------------|
| 4 lub mniej | 26 |
| Od 5 do 8 | 49 |
| Od 9 do 12 | 23 |
| Powyżej 12 | 8 |

Źródło: opracowanie własne.

⁷ L. Bohdanowicz, *Managerial ownership and supervisory board activity: Evidence from Polish listed companies*, "Management of Organizations: Systematic Research" 2014, vol. 70, s. 41–54.

Zdecydowana większość ankietowanych w trakcie prowadzenia badania sprawowała funkcje nadzorcze tylko w jednej spółce publicznej (51 wskazań), 16 z nich – w dwóch, 5 – w trzech, a 6 – w czterech spółkach. Jeden respondent sprawował nadzór aż nad pięcioma spółkami, a 4 nawet nad sześcioma spółkami (rys. 21). Te wyniki pokazują, że tylko nieliczni członkowie sprawują nadzór w wielu spółkach. Można to uznać za korzystne, gdyż w literaturze często stwierdza się, że pełnienie funkcji w zbyt wielu radach powoduje, iż członkowie rad mogą nie mieć wystarczająco czasu na analizę sytuacji firm⁸.



Rysunek 21. Liczba rad nadzorczych spółek publicznych, w których respondenci pełnili funkcje nadzorcze w trakcie prowadzenia badania

Źródło: opracowanie własne.

Odmiennie wyglądało całkowite doświadczenie respondentów, rozumiane jako liczba rad łącznie, w których sprawowali oni funkcje nadzorcze. Jedynie 8 ankietowanych wskazało, że pełniło funkcje nadzorcze tylko w jednej radzie, natomiast 13, że w dwóch, a 9 – w trzech. Dużo większym doświadczeniem mogło się pochwalić 3 respondentów, którzy łącznie zasiadali już w 9 radach różnych spółek, 6 badanych będących członkami 10 rad, a także 7 respondentów, którzy zadeklarowali, iż byli łącznie członkami 11 lub więcej rad (tab. 30). Można stwierdzić, że większość ankietowanych miała bogate doświadczenie w sprawowaniu nadzoru nad spółkami.

Postawioną wyżej tezę potwierdzają również inne dane. Otóż, większość respondentów miała duże doświadczenie rozumiane jako liczba lat, od kiedy zasiedli po raz pierwszy w radzie nadzorczej jakiegokolwiek spółki. Trzech z nich zrobiło to w 1990 r. lub wcześniej, 19 – w latach 1991–1995, zaś kolejnych 25 – w latach 1996–2000.

⁸ S. Ahn, P. Jiraporn, Y. S. Kim, *Multiple directorships and acquirer returns*, "Journal of Banking and Finance", vol. 34, no. 9, s. 2011–2026.

Wynika z tego, że 47 ankietowanych zasiadało w radach do 2000 r. 18 respondentów wskazało, iż zasiadało w radzie nadzorczej jakiejkolwiek spółki w latach 2001–2005, kolejnych 15 – w latach 2006–2010, a tylko dwóch – w latach 2011–2013 (tab. 31).

Tabela 30. Doświadczenie respondentów: łączna liczba rad, w których respondenci sprawowali funkcje nadzorcze

| Liczba rad | Liczba wskazań |
|-------------|----------------|
| 1 | 8 |
| 2 | 13 |
| 3 | 9 |
| 4 | 13 |
| 5 | 16 |
| 6 | 3 |
| 7 | 2 |
| 8 | 4 |
| 9 | 3 |
| 10 | 6 |
| 11 i więcej | 7 |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 31. Doświadczenie respondentów: lata, w których respondenci po raz pierwszy zasiedli w radzie nadzorczej jakiejkolwiek spółki

| Liczba posiedzeń | Liczba wskazań |
|------------------|----------------|
| 1990 i wcześniej | 3 |
| 1991–1995 | 19 |
| 1996–2000 | 25 |
| 2001–2005 | 18 |
| 2006–2010 | 15 |
| 2011–2013 | 2 |

Źródło: opracowanie własne.

Omówione powyżej charakterystyki próby badawczej pokazują, że jest ona zróżnicowana pod względem wielu cech. Jest to niezwykle istotne, gdyż dzięki temu odpowiedzi na pytania w zasadniczej części kwestionariusza uwzględniają różnorodność wiedzy, doświadczenia, umiejętności i warunków, w jakich przychodzi respondentom sprawować funkcje nadzorcze. Równocześnie taka różnorodność sprawia, iż wnioski z badań mogą być szersze.

2. Główna orientacja polskich spółek publicznych

Dążąc do wyjaśnienia, co jest głównym celem funkcjonowania polskich spółek publicznych, nad którego realizacją muszą czuwać rady nadzorcze w trakcie pełnienia swoich funkcji kodeksowych i pozakodeksowych, poprosiliśmy naszych respondentów o odpowiedź na pytanie, jaka jest główna orientacja w zarządzaniu działalnością polskich spółek akcyjnych. Chcąc uzyskać odpowiedź na to pytanie, przedstawiliśmy ankietowanym dwie opinie i zwróciliśmy się do nich z prośbą o wybór jednej z nich. Te opinie odnosiły się do dwóch – często przeciwstawianych – teorii *corporate governance*, o których wspominał m.in. T. Clarke⁹, J. Argenti¹⁰ i A. Campbell¹¹, a były również badane przez M. Yoshimoriego¹² oraz w Polsce przez zespół pod kierunkiem J. Jeżaka¹³. Chodzi tu o teorię maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy oraz teorię kreowania wartości dla różnych grup interesariuszy. Dwie przedstawione opinie odnosiły się do stwierdzenia, iż:

- a) interes akcjonariuszy spółki jest interesem pierwszoplanowym,
- b) spółka stara się realizować równocześnie oczekiwania wszystkich największych grup interesariuszy (akcjonariuszy, pracowników, klientów, dostawców, banków itp.).

Opinie respondentów na ten temat przedstawiono na rys. 22. Większość badanych uznała, że firma powinna starać się realizować oczekiwania różnych grup interesariuszy (46 wskazań, tj. 54,76%). W mniejszej liczbie odpowiedzi potwierdzono opinię, iż interes akcjonariuszy spółki powinien być pierwszoplanowy (40 wskazań, tj. 45,24%). Rozkład tych odpowiedzi był inny niż we wcześniejszych badaniach, realizowanych w 2005 r.¹⁴, gdzie członkowie rad nadzorczych częściej podawali, że interes akcjonariuszy jest interesem pierwszoplanowym (wtedy na taką orientację wskazało 55,3% respondentów). Częściowy wpływ na tę zmianę mógł mieć kryzys finansowy ostatnich lat, który pokazał członkom rad i menedżerom najwyższego szczebla, iż nadmierny nacisk na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy prowadzi do działań krótkowzrocznych i ryzykownych, a bardziej właściwe jest podejście długookresowe do wzro-

9 T. Clarke, *The stakeholder corporation: A business philosophy for the information age*, [w:] T. Clarke (ed.), *Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance*, Routledge, London 2004, s. 189–201.

10 J. Argenti, *Stakeholders: The case against*, "Long Range Planning" 1997, vol. 30, no. 3, s. 442–445.

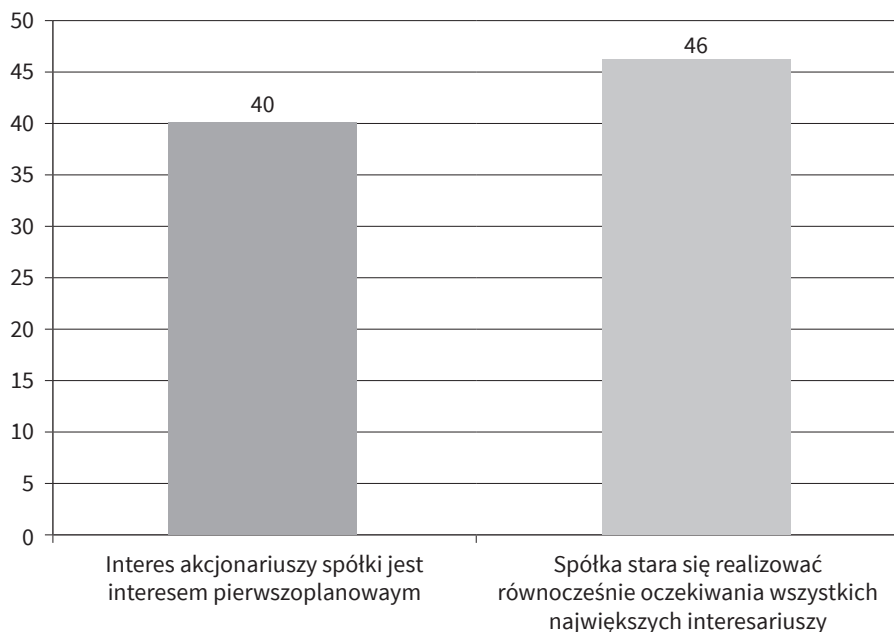
11 A. Campbell, *Stakeholders: The case in favour*, "Long Range Planning" 1997, vol. 30, no. 3, s. 446–449.

12 M. Yoshimori, *Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and West*, "Long Range Planning" 1995, vol. 28, no. 4, s. 33–44.

13 J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy...*

14 Ibidem.

stu wartości spółek, które wiąże się z koniecznością budowania relacji i kojarzenia interesów wielu różnych interesariuszy. Jest to zgodne z opisanym przez T. Donaldsona i L. Prestona¹⁵ podejściem instrumentalnym w teorii *stakeholders* i prowadzi do bardziej zrównoważonego rozwoju spółek. Takie podejście nie musi – jak stwierdzili wspomniani autorzy – stać w sprzeczności z teorią maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Sprawia jednak, że przyjmuje ona postać długookresową.

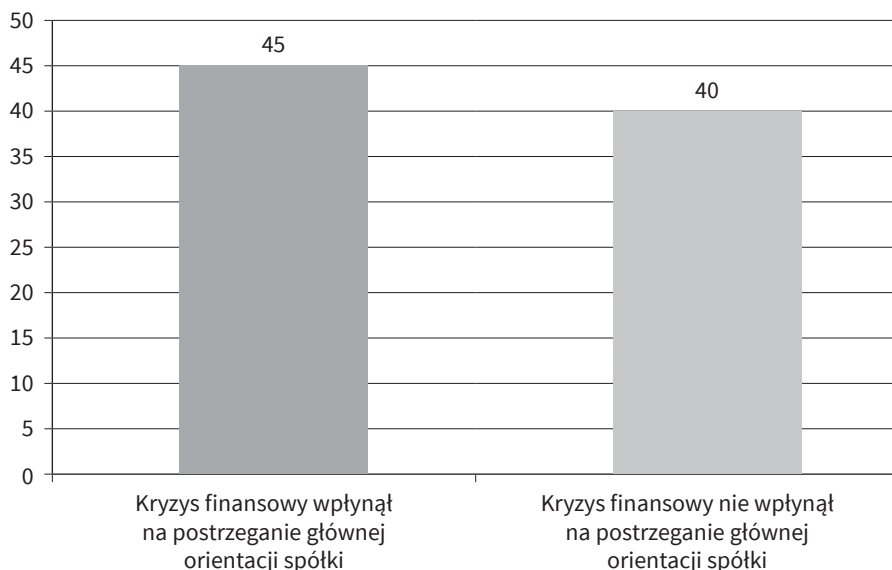


Rysunek 22. Główna orientacja w zarządzaniu działalnością polskich spółek publicznych (według opinii członków rad nadzorczych)

Źródło: opracowanie własne.

Wyżej opisane pytanie zostało pogłębione kolejnym, w którym zapytano ankietowanych, czy kryzys finansowy wpłynął na postrzeganie głównej orientacji w zarządzaniu działalnością polskich spółek akcyjnych. Większość respondentów, bo 45 z nich, potwierdziło, że kryzys ten wpłynął na postrzeganie głównej orientacji, natomiast 40 miało odmienne zdanie (rys. 23). Jedna osoba nie zaznaczyła odpowiedzi. Należy podkreślić, iż duża liczba odpowiedzi twierdzących wskazuje na zasadność wyżej opisanych wniosków.

15 T. Donaldson, L. Preston, *The stakeholders theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*, "Academy of Management Review" 1995, vol. 20, no. 1, s. 65-91.



Rysunek 23. Wpływ kryzysu finansowego na główną orientację spółek

Źródło: opracowanie własne.

W tab. 32 zamieszczono wyniki opisujące relacje pomiędzy odpowiedziami na temat głównej orientacji polskich spółek publicznych a wpływem kryzysu finansowego na zmianę tych opinii. Wśród osób, które wskazały na zmianę tej orientacji dominował pogląd, że celem spółki powinna być zrównoważona maksymalizacja wartości dla różnych interesariuszy. Natomiast wśród respondentów, którzy takiej zmiany nie dostrzegli, większość stanowili ci, którzy wskazali na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy jako najważniejszy cel spółki. To zestawienie potwierdza zatem wcześniejsze spostrzeżenia na temat przyczyn zmian w postrzeganiu przez członków rad nadzorczych głównej orientacji w funkcjonowaniu polskich spółek publicznych.

Tabela 32. Relacje pomiędzy opiniami na temat głównej orientacji polskich spółek publicznych a wpływem na nią kryzysu finansowego

| Główna orientacja | Kryzys finansowy | |
|---|-------------------------------------|---|
| | wpłynął na główną orientację spółek | nie wpłynął na główną orientację spółek |
| Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy | 19 | 21 |
| Zrównoważona maksymalizacja wartości dla różnych interesariuszy | 26 | 19 |

Źródło: opracowanie własne.

Członkowie rad nadzorczych podczas wykonywania swych obowiązków muszą brać pod uwagę główny cel funkcjonowania spółek. Przeprowadzone badania pokazują jednak, że zdania na ten temat są podzielone. Duża część członków rad dostrzega konieczność zrównoważonej maksymalizacji wartości dla różnych interesariuszy (podejście zgodne z postrzeganiem głównej orientacji w funkcjonowaniu spółek w Europie kontynentalnej), zaś nieco mniejsza grupa przyznaje, że pierwszoplanowym celem spółek jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy (podejście zgodne z postrzeganiem głównej orientacji w funkcjonowaniu spółek krajach anglosaskich).

3. Modele nadzorowania i zarządzania spółkami

W niniejszych badaniach dokonano również oceny kierunków zmian polskiego modelu organów statutowych spółek. Wyniki badań ankietowych pokazują, iż opinie na ten temat są mocno podzielone, a liczba respondentów opowiadających się za zmianami i za pozostaniem przy obecnych rozwiązaniach jest podobna. Samo badanie polegało na przedstawieniu członkom rad trzech odpowiedzi, które prezentowały odmienne opinie i poproszeniu respondentów o zaznaczenie tylko jednej z nich. Były to następujące odpowiedzi:

- a) model dwupoziomowy jest odpowiedni dla polskich spółek;
- b) model jednopoziomowy byłby lepszy dla polskich spółek;
- c) ustawodawca powinien wprowadzić do polskiego prawa możliwość wyboru przez spółki (walne zgromadzenia) modelu jednopoziomowego albo modelu dwupoziomowego.

Dodatkowo ankietowani mieli możliwość zaznaczenia czwartej odpowiedzi – „nie mam zdania”.

Ogólne rezultaty tego badania znajdują się w tab. 33. Najwięcej odpowiedzi wskazywało, że obecny model jest właściwy dla polskich spółek. Taką opinię reprezentowało 41 respondentów, co stanowiło 47,67% wszystkich wskazań. 32 badanych prezentowało pogląd, iż ustawodawca powinien wprowadzić do polskiego prawa możliwość wyboru przez spółki, a raczej ich walne zgromadzenia, pomiędzy modelem jednopoziomowym a modelem dwupoziomowym (37,21% wszystkich wskazań). 6 respondentów uznało, że model jednopoziomowy byłby lepszy dla polskich spółek (6,98% wskazań), natomiast 7 zaznaczyło odpowiedź „nie mam zdania” (8,14%). Łącznie zatem 44,19% respondentów wskazało na zasadność zmian polskiego modelu organów statutowych, natomiast 47,67% biorących udział w badaniu nie widziało takiej potrzeby.

Tabela 33. Wyniki badań na temat zmian polskiego modelu organów statutowych

| Opinia | Liczba odpowiedzi | % odpowiedzi |
|--|-------------------|--------------|
| Model dwupoziomowy jest odpowiedni dla polskich spółek | 41 | 47,67 |
| Model jednopoziomowy byłby lepszy dla polskich spółek | 6 | 6,98 |
| Ustawodawca powinien wprowadzić do polskiego prawa możliwość wyboru przez spółki (walne zgromadzenia) modelu jednopoziomowego albo modelu dwupoziomowego | 32 | 37,21 |
| Nie mam zdania | 7 | 8,14 |

Źródło: opracowanie własne.

Dalsze analizy miały na celu poznanie kontekstu tych odpowiedzi. Tabela 34 zawiera podział ze względu na wykształcenie respondentów, z uwzględnieniem odpowiedzi badanych mających wykształcenie wyższe prawnicze, wyższe ekonomiczne lub w zakresie zarządzania, a także wyższe techniczne i inne. Liczba odpowiedzi w tej tabeli nie jest równa liczbie respondentów, gdyż wielu z nich mogło pochwalić się ukończeniem więcej niż jednego kierunku studiów. Jeśli chodzi o warianty odpowiedzi na temat zmian polskiego modelu organów statutowych, to w każdej wyodrębnionej grupie zdania były mocno podzielone, przy czym wśród 26 ankietowanych z wykształceniem prawniczym żaden z nich nie odpowiedział, iż model jednopoziomowy byłby lepszy dla polskich spółek. W grupach z innym wykształceniem takie odpowiedzi się pojawiły. Należy również nadmienić, iż we wszystkich trzech grupach najwięcej osób zaznaczało odpowiedź pierwszą (tj. model dwupoziomowy jest odpowiedni dla polskich spółek), ale różnica pomiędzy wskazaniem na tę odpowiedź a odpowiedzią trzecią (tj. ustawodawca powinien wprowadzić do polskiego prawa możliwość wyboru przez spółki – walne zgromadzenia – modelu jednopoziomowego albo modelu dwupoziomowego) była za każdym razem niewielka. Dodatkowo, w grupie respondentów posiadających wykształcenie wyższe ekonomiczne lub w zakresie zarządzania dominował pogląd, iż polski model organów statutowych powinien zostać zmieniony. Łączna liczba wskazań na dwie odpowiedzi mówiące o tych zmianach (czyli odpowiedzi dotyczące tego, że model jednopoziomowy byłby lepszy dla polskich spółek oraz że ustawodawca powinien wprowadzić do polskiego prawa możliwość wyboru przez spółki modelu jednopoziomowego albo modelu dwupoziomowego) była wyższa niż liczba wskazań, w których opowiadano się za pozostaniem przy modelu dwupoziomowym.

Tabela 34. Wyniki badań na temat zmian polskiego modelu organów statutowych – podział odpowiedzi ze względu na wykształcenie respondentów

| Opinia | Wykształcenie | | |
|--|---------------|--|----------------------|
| | prawnicze | ekonomiczne lub w zakresie zarządzania | techniczne i inne |
| Model dwupoziomowy jest odpowiedni dla polskich spółek | 12 | 21 | 12 |
| Model jednopoziomowy byłby lepszy dla polskich spółek | 0 | 6 | 1 |
| Ustawodawca powinien wprowadzić do polskiego prawa możliwość wyboru przez spółki (walne zgromadzenia) modelu jednopoziomowego albo modelu dwupoziomowego | 12 | 18 | 10 |
| Nie mam zdania | 2 | 3 | 1 |

Źródło: opracowanie własne.

W kolejnej tabeli (tab. 35) zamieszczono odpowiedzi uwzględniające doświadczenie respondentów w sprawowaniu nadzoru nad spółkami. Badanych podzielono na trzy grupy. W pierwszej znaleźli się ci, którzy po raz pierwszy zasiedli w radach nadzorczych jakichkolwiek spółek przed 1996 r. (uznano, że są to osoby o największym doświadczeniu), w drugiej – w latach 1996–2005 (uznano, że są to osoby o średnim doświadczeniu), w trzeciej – po 2005 r. (uznano, że są to osoby o najmniejszym doświadczeniu). Szczegółowa analiza danych pokazuje, iż największą zbieżność w liczbie odpowiedzi popierających zmianę modelu na jednopoziomowy lub opcjonalny i odpowiedzi za pozostaniem przy starym modelu można zauważyć w grupie osób ze średnim doświadczeniem. Natomiast w grupie osób z największym doświadczeniem dominowali respondenci opowiadający się za pozostaniem przy modelu dwupoziomowym, a w grupie ankietowanych z najmniejszym doświadczeniem więcej było odpowiedzi postulujących zmianę modelu. Tak jak wcześniej zaznaczono, badania miały przede wszystkim charakter eksploracyjny i ewentualne szersze, bardziej pogłębione wnioski mogą zostać wyciągnięte po przeprowadzeniu kolejnych badań – szczególnie ze względu na zbyt małą liczbę respondentów w niektórych grupach. Jednak wstępnie można postawić tezę, iż widoczna jest powolna zmiana poglądów na temat polskiego modelu organów statutowych wśród osób powołanych do rad w ostatnich latach, a także daje się zauważyć wzrost liczby wskazań na potrzebę nadania elastyczności rozwiązaniom w zakresie wewnętrznego ładu korporacyjnego w polskich spółkach publicznych.

Tabela 35. Wyniki badań na temat zmian polskiego modelu organów statutowych – podział odpowiedzi ze względu na doświadczenie respondentów

| Opinia | Doświadczenie w sprawowaniu nadzoru | | |
|--|-------------------------------------|---------|-------------|
| | największe | średnie | najmniejsze |
| Model dwupoziomowy jest odpowiedni dla polskich spółek | 13 | 20 | 4 |
| Model jednopoziomowy byłby lepszy dla polskich spółek | 1 | 4 | 1 |
| Ustawodawca powinien wprowadzić do polskiego prawa możliwość wyboru przez spółki (walne zgromadzenia) modelu jednopoziomowego albo modelu dwupoziomowego | 5 | 18 | 9 |
| Nie mam zdania | 2 | 1 | 3 |

Źródło: opracowanie własne.

Powyżej przedstawiono opinie członków rad nadzorczych na temat ewentualnych kierunków zmian polskiego modelu organizacji organów statutowych spółek oraz możliwości wprowadzenia modelu opcjonalnego (wybór między modelem jednopoziomowym i dwupoziomowym) albo modelu jednopoziomowego. Jak wspomniano we wcześniejszych rozdziałach tej książki, takie zmiany wprowadzono w ostatnich latach w Słowenii i Holandii. W Polsce, jak widać z opisanego badania, nie ma jeszcze odpowiedniego poparcia dla tego typu zmian.

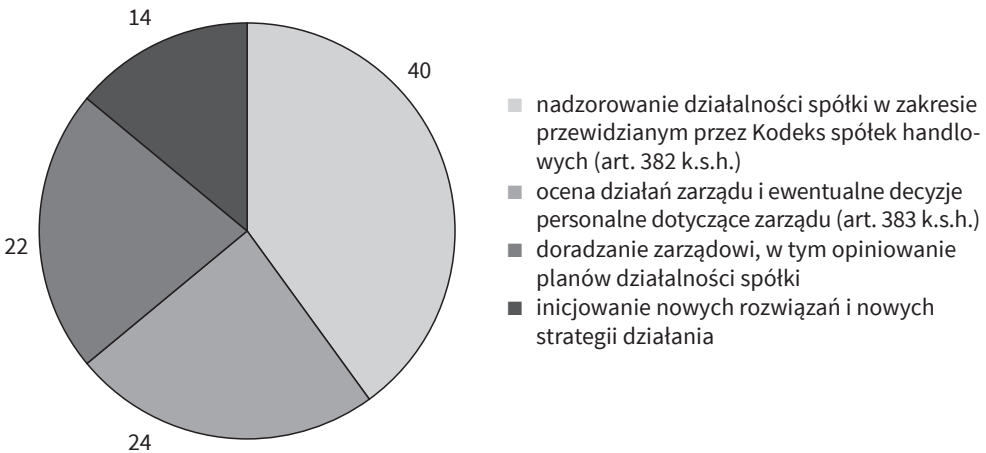
4. Funkcje rad nadzorczych

W wielu opracowaniach podkreśla się, że rady nadzorcze są organami pasywnymi¹⁶. Ta pasywność dotyczy nie tylko relatywnie niskiej liczby posiedzeń, ale przede wszystkim realizowanych funkcji, w tym małej aktywności w zakresie inicjowania nowych rozwiązań, a także dominacji funkcji kodeksowych, które w przypadku polskich rad nadzorczych są związane z nadzorowaniem *ex post* działalności spółek. Aby przeprowadzić analizę tej aktywności, w niniejszym badaniu poproszono respondentów o przybliżone określenie struktury czasu pracy rad nadzorczych polskich spółek publicznych, przy czym w pytaniu wyszczególniono cztery podstawowe funkcje rad nadzorczych:

16 J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.

- 1) nadzorowanie działalności spółki w zakresie przewidzianym przez Kodeks spółek handlowych (art. 382 k.s.h.);
- 2) ocena działań zarządu i ewentualne decyzje personalne dotyczące zarządu (art. 383 k.s.h.);
- 3) doradzanie zarządowi, w tym opiniowanie planów działalności spółki;
- 4) inicjowanie nowych rozwiązań i nowych strategii działania.

Odpowiedzi pokazały, że szacunkowo 64% czasu zabiera członkom rad realizacja funkcji kontrolnych, tj. nadzorowanie działalności spółek (art. 382 k.s.h.) oraz ocena działań zarządów (art. 383 k.s.h.). Te wyniki korespondują z rezultatami badań przeprowadzonych w 2005 r., gdzie szacunkowy czas realizacji wspomnianych funkcji wynosił 65%. W bieżącym badaniu, podobnie jak w tym sprzed dekady, dwa pozostałe zadania, tj. doradzanie zarządom oraz inicjowanie nowych rozwiązań, znalazły się na dalszym planie – na doradzanie szacunkowo przeznaczano 22% czasu, a na inicjowanie nowych rozwiązań tylko 14% czasu (wyniki przedstawiono na rys. 24). W badaniach z 2005 r. ten szacunkowy czas wynosił odpowiednio 19% i 16%, co oznacza, że struktura działalności rad nie uległa poważniejszym zmianom.



Rysunek 24. Liczba rad nadzorczych spółek publicznych, w których respondenci pełnili funkcje nadzorcze w trakcie prowadzenia badania

Źródło: opracowanie własne.

Ponadto poproszono ankietowanych o wskazanie różnic w wymiarze czasu, jaki rady nadzorcze poświęcają na sprawowanie poszczególnych funkcji kodeksowych i pozakodeksowych, a jaki powinny – ich zdaniem – poświęcać na pełnienie danej funkcji. Zbiorcze wyniki badania zawiera tab. 36. Na tej podstawie można stwierdzić, że rady przeznaczają zbyt dużo czasu na wypełnianie funkcji kodek-

sowych, tj. na nadzorowanie działalności spółki w zakresie przewidzianym przez Kodeks spółek handlowych (art. 382 k.s.h.) oraz ocenę działań zarządu i ewentualne decyzje personalne dotyczące zarządu (art. 383 k.s.h.). Natomiast powinny one więcej czasu – w stosunku do czasu obecnie poświęcanego – przeznaczać na sprawowanie funkcji pozakodeksowych, czyli doradzanie zarządom, w tym opiniowanie planów działalności spółek, a także inicjowanie nowych rozwiązań i nowych strategii działania. Te wyniki wskazują na pewną niedoskonałość rozwiązań prawnych preferujących przede wszystkim funkcje kontrolne, a mały nacisk kładący na rolę rad w zarządzaniu strategicznym, a także obrazują niedoskonałość samych praktyk rad nadzorczych polskich spółek publicznych.

Tabela 36. Ile czasu, zdaniem respondentów, poświęcają rady nadzorcze polskich spółek na realizowanie poszczególnych funkcji, a ile powinny go poświęcać?

| Funkcja | Poświęcają | Powinny poświęcać |
|---|------------|-------------------|
| a) nadzorowanie działalności spółki w zakresie przewidzianym przez Kodeks spółek handlowych (art. 382 k.s.h.) | 39,76 | 33,60 |
| b) ocena działań zarządu i ewentualne decyzje personalne dotyczące zarządu (art. 383 k.s.h.) | 23,84 | 22,51 |
| c) doradzanie zarządowi, w tym opiniowanie planów działalności spółki | 22,28 | 23,94 |
| d) inicjowanie nowych rozwiązań i nowych strategii działania | 14,12 | 19,95 |
| Razem | 100% | 100% |

Źródło: opracowanie własne.

W niniejszych badaniach, podobnie jak w badaniach wcześniejszych¹⁷, zadano respondentom pytanie na temat istotności poszczególnych zadań rad nadzorczych, a ponadto przedstawiono im te same kryteria oceny tych zadań. Jedyną różnicą polegała na podzieleniu przedstawionego zadania: „zapewnienie wzrostu wartości majątku akcjonariuszy (wzrost wartości rynkowej spółki, wypłata dywidend)” na dwa: „zapewnienie wzrostu wartości rynkowej spółki” i „zapewnienie akcjonariuszom dywidend”. Podobnie jak we wcześniejszym badaniu, w obecnym badaniu ankietowani oceniali różne zadania rad w skali od 1 (najniższa ocena wskazująca na małą istotność zadania) do 5 (najwyższa ocena wskazująca na dużą istotność zadania). Oceny respondentów zostały przedstawione w tab. 37.

Członkowie rad nadzorczych za najważniejsze zadania tych organów uznali kolejno: ocenianie wyników pracy zarządu (średnia arytmetyczna wskazań wynosiła

¹⁷ J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy...*

4,66), zatwierdzanie strategii spółki (średnia 4,57), ustalanie wynagrodzenia członków zarządu (średnia 4,41), wybór nowych członków zarządu (średnia 4,35), monitorowanie najważniejszych decyzji zarządu (średnia 4,30), dbanie o reputację spółki (średnia 4,30) oraz kontrolowanie skali zadłużenia w spółce (średnia 4,14). Średnie ocen pozostałych zadań były niższe niż 4. Były to kolejno: udział w procesie formułowania strategii spółki (średnia 3,85), planowanie sukcesji personalnej zarządu (średnia 3,72), zapewnienie wzrostu wartości rynkowej spółki (średnia 3,58), udział w procesie planowania inwestycji w przedsiębiorstwie (średnia 3,21), zapewnienie akcjonariuszom dywidend (średnia 3,13), nadzorowanie programu rozwoju menedżerów w spółce (średnia 2,98) i mediacje pomiędzy zarządem a grupami interesu (średnia 2,72). Te wyniki potwierdzają, że członkowie rad nadzorczych polskich spółek za istotny uznają wpływ tych organów na strategię spółek.

Tabela 37. Najważniejsze zadania rad nadzorczych polskich spółek publicznych

| Rodzaj czynności | Ocena (w skali od 1 do 5) | Odchylenie standardowe |
|--|------------------------------|---------------------------|
| Ocenianie wyników pracy zarządu | 4,66 | 0,77 |
| Zatwierdzanie strategii spółki | 4,57 | 0,77 |
| Ustalanie wynagrodzenia członków zarządu | 4,41 | 0,92 |
| Wybór nowych członków zarządu | 4,35 | 0,97 |
| Monitorowanie najważniejszych decyzji zarządu | 4,30 | 0,78 |
| Dbanie o reputację spółki | 4,30 | 0,97 |
| Kontrolowanie skali zadłużenia w spółce | 4,14 | 0,83 |
| Udział w procesie formułowania strategii spółki | 3,85 | 1,07 |
| Planowanie sukcesji personalnej zarządu | 3,72 | 1,16 |
| Zapewnienie wzrostu wartości rynkowej spółki | 3,58 | 1,22 |
| Udział w procesie planowania inwestycji w przedsiębiorstwie | 3,21 | 1,12 |
| Zapewnienie akcjonariuszom dywidend | 3,13 | 1,25 |
| Nadzorowanie programu rozwoju menedżerów w spółce | 2,98 | 0,96 |
| Mediacje pomiędzy zarządem a grupami interesu (akcjonariuszami, pracownikami, bankami i innymi wierzycielami, samorządami, lokalnymi itd.) | 2,72 | 1,22 |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 38 zawiera porównanie rang nadanych przez respondentów poszczególnym zadaniom w badaniach przeprowadzonych w 2005 r. i tych szczegółowo przedstawionych w niniejszym opracowaniu. W obu badaniach nie było

wątpliwości, że najważniejsze dwa zadania rad nadzorczych polskich spółek akcyjnych to ocenianie wyników pracy zarządu i zatwierdzanie strategii. Różnice pojawiają się dalej. W obecnym badaniu za trzecie pod względem istotności zadanie ankietowani uznali ustalanie wynagrodzenia zarządu, zaś czwarte zadanie to wybór nowych członków zarządu. We wcześniejszych badaniach kolejność tych dwóch zadań była odwrotna. Jeszcze większe różnice pojawiły się w kolejności pozostałych zadań. Otóż, jako szóste zadanie w niniejszym badaniu respondenci wskazali dbanie o reputację spółki, które w 2005 r. było ujęte jako ósme. Natomiast zapewnienie wzrostu wartości majątku akcjonariuszy zostało podane w niniejszym badaniu jako dziesiąte, a we wcześniejszych badaniach jako szóste.

Tabela 38. Najważniejsze zadania rad nadzorczych polskich spółek publicznych – porównanie wyników badań z lat 2005 i 2013

| Rodzaj czynności | Ranga 2013 | Ranga 2005 |
|--|------------|------------|
| Ocenianie wyników pracy zarządu | 1 | 1 |
| Zatwierdzanie strategii spółki | 2 | 2 |
| Ustalanie wynagrodzenia członków zarządu | 3 | 4 |
| Wybór nowych członków zarządu | 4 | 3 |
| Monitorowanie najważniejszych decyzji zarządu | 5 | 5 |
| Dbanie o reputację spółki | 6 | 8 |
| Kontrolowanie skali zadłużenia w spółce | 7 | 7 |
| Udział w procesie formułowania strategii spółki | 8 | 9 |
| Planowanie sukcesji personalnej zarządu | 9 | 10 |
| Zapewnienie wzrostu wartości majątku akcjonariuszy (wzrost wartości rynkowej spółki) | 10 | 6 |
| Udział w procesie planowania inwestycji w przedsiębiorstwie | 11 | 11 |
| Nadzorowanie programu rozwoju menedżerów w spółce | 12 | 12 |
| Mediacje pomiędzy zarządem a grupami interesu (akcjonariuszami, pracownikami, bankami i innymi wierzycielami, samorządami, lokalnymi itd.) | 13 | 13 |

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki obecnych badań pokazują, że członkowie rad nadzorczych polskich spółek publicznych postrzegają udział organów nadzoru w kształtowaniu strategii spółek jako **jedno z najważniejszych zadań. Równocześnie rady poświęcają temu zadaniu zbyt mało czasu.** Wyniki te obrazują również zmiany priorytetów co do poszczególnych zadań, jakie nastąpiły w ostatnich latach.

5. Aktywność rad nadzorczych w procesie zarządzania strategicznego

Do opisanego aktywności rad nadzorczych na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego posłużono się modelem R. Lyncha¹⁸. Model ten, zaprezentowany już w rozdziale I (patrz rys. 1), składa się z ośmiu etapów. Dwa pierwsze obejmują analizę strategiczną: pierwszy analizę otoczenia dalszego i konkurencyjnego, zaś drugi – analizę zasobów i umiejętności. Etapy te pozwalają określić możliwe posunięcia strategiczne. Po nich następuje etap trzeci, tj. określenie wizji, misji i celów, dalej etap czwarty, podczas którego następuje rozwinięcie opcji strategicznych pozwalających na osiągnięcie założonych wcześniej celów, a następnie piąty, w którym dokonuje się ich racjonalnej selekcji. W większości przypadków po tym etapie pojawiają się dwa kolejne, a mianowicie: szósty – skorygowanie kierunku strategicznego, i siódmy – wewnętrzne dopasowanie. Skorygowanie kierunku strategicznego polega na przeglądzie nowych, pojawiających się informacji, które mogą wpłynąć na podjęte wcześniej wybory oraz skorygowanie ich, jeśli jest to konieczne. Wewnętrzne dopasowanie wiąże się natomiast z wzajemnym dopasowaniem strategii i struktury organizacyjnej. Po tych etapach może nastąpić korekta misji, wizji oraz celów. Ostatnim, a ósmym w kolejności etapem jest implementacja strategii. Opisany tu proces jest charakterystyczny dla planowania i wdrażania strategii normatywnych.

Rola rady spółki na poszczególnych etapach procesu zarządzania strategicznego jest różna, ale organy te mogą podejmować cztery rodzaje działań, które E. Fama i M. Jensen¹⁹ określili jako działania związane z podejmowaniem decyzji (ang. *decision management*) oraz działania związane z kontrolowaniem decyzji (ang. *decision control*). Do pierwszej grupy należą inicjowanie i wdrażanie, do drugiej – zatwierdzanie i monitorowanie. Taki też był podział decyzji zastosowany przy tworzeniu modelu aktywności rad nadzorczych na podstawie odpowiedzi respondentów w niniejszym badaniu. Poproszono w nim o ocenę roli, jaką powinna odgrywać rada nadzorcza na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego.

Członkowie rad nadzorczych objęci badaniem uznali, że rady nie powinny być zbyt aktywne na większości etapów procesu zarządzania strategicznego. Dla pięciu etapów tego procesu największa liczba ankietowanych stwierdziła, iż rada powinna zajmować się głównie monitorowaniem. Chodzi tu o analizę makrootoczenia ekonomicznego i konkurencyjnego spółki (61 wskazań), analizę zasobów i umiejętności spółki (54 wskazania), dopasowanie struktury organizacyjnej do przyjętej strategii (57 wskazań), przegląd nowych informacji na temat otoczenia i korektę opcji

18 R. Lynch, *Corporate strategy*, Prentice Hall, Harlow 2000.

19 E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of ownership and control*, "Journal of Law and Economics" 1983, vol. 26, no. 2, s. 301–325.

strategicznych (53 wskazania) oraz wdrażanie strategii (72 wskazania). W przypadku trzech etapów najwięcej respondentów zgłosiło potrzebę zatwierdzenia przez radę następujących działań: formułowanie wizji strategicznej, misji i celów strategicznych (61 wskazań), rozwój opcji strategicznych (43 wskazania), selekcja opcji strategicznych (52 wskazania). Wyniki badania zostały przedstawione w tab. 39. Ogólnie można więc powiedzieć, iż zdaniem ankietowanych – poza etapem „kontroli strategicznej” – na wspomnianych trzech etapach rola rad nadzorczych jest największa.

Tabela 39. Działania rad nadzorczych w poszczególnych fazach procesu zarządzania strategicznego

| Etap procesu zarządzania strategicznego | Rodzaj najczęściej wskazywanej decyzji | Liczba odpowiedzi |
|--|---|--------------------------|
| Analiza makrootoczenia ekonomicznego i konkurencyjnego spółki | monitorowanie | 61 |
| Analiza zasobów i umiejętności spółki | monitorowanie | 54 |
| Formułowanie wizji strategicznej, misji i celów strategicznych | zatwierdzenie | 61 |
| Rozwój opcji strategicznych (wariantów strategii) | zatwierdzenie | 43 |
| Selekcja opcji strategicznych | zatwierdzenie | 52 |
| Dopasowanie struktury organizacyjnej do przyjętej strategii | monitorowanie | 57 |
| Przegląd nowych informacji na temat otoczenia i korekta opcji strategicznych | monitorowanie | 54 |
| Wdrażanie strategii | monitorowanie | 72 |

Źródło: opracowanie własne.

Szczegółowa analiza odpowiedzi pozwala stwierdzić, iż różnią się one nieznacznie, jeśli uwzględni się sektor, do którego należą nadzorowane przez respondentów spółki. Tabela 40 prezentuje wskazania ankietowanych na temat sposobu zaangażowania rad nadzorczych na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego, z podziałem na cztery sektory, tj. sektor produkcji, sektor handlu i usług, sektor bankowy oraz sektor pozostałych finansów. Liczba odpowiedzi w tym rozkładzie nie sumuje się do 86, gdyż niektórzy respondenci zasiadali w radach nadzorczych kilku spółek, często z różnych sektorów. Dla pięciu etapów procesu zarządzania strategicznego nie wystąpiły żadne różnice. Były to: analiza makrootoczenia ekonomicznego i konkurencyjnego spółki („monitorowanie”), analiza zasobów i umiejętności spółki („monitorowanie”), formułowanie wizji strategicznej, misji i celów strategicznych („zatwierdzenie”), dopasowanie struktury organizacyjnej do przyjętej strategii („monitorowanie”),

wdrażanie strategii („monitorowanie”). W odniesieniu do pozostałych trzech etapów odnotowano nieznaczne różnice we wskazaniach. W przypadku etapu „rozwój opcji strategicznych” dla sektora produkcji padła jednakowa liczba odpowiedzi, tj. kolejno: „monitorowanie” (18 wskazań), „inicjowanie” (18 wskazań) i „zatwierdzanie” (18 wskazań). Natomiast dla sektora handlu i usług były to: „zatwierdzanie” (18 wskazań) oraz „monitorowanie” (16 wskazań). Dla pozostałych dwóch sektorów, a zatem sektora bankowego i sektora pozostałych finansów, wyraźnie dominowało przekonanie, że rady nadzorcze powinny na tym etapie jedynie zatwierdzać działania zarządów.

Tabela 40. Działania rad nadzorczych w poszczególnych fazach procesu zarządzania strategicznego

| Etap procesu zarządzania strategicznego | Produkcja | Handel i usługi | Sektor bankowy | Pozostałe finanse |
|--|---|------------------------------|-----------------------|------------------------------|
| Analiza makrootoczenia ekonomicznego i konkurencyjnego spółki | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie |
| Analiza zasobów i umiejętności spółki | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie |
| Formułowanie wizji strategicznej, misji i celów strategicznych | zatwierdzanie | zatwierdzanie | zatwierdzanie | zatwierdzanie |
| Rozwój opcji strategicznych (wariantów strategii) | monitorowanie, inicjowanie, zatwierdzanie | zatwierdzanie, monitorowanie | zatwierdzanie | zatwierdzanie |
| Selekcja opcji strategicznych | zatwierdzanie | zatwierdzanie, monitorowanie | zatwierdzanie | zatwierdzanie |
| Dopasowanie struktury organizacyjnej do przyjętej strategii | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie |
| Przegląd nowych informacji na temat otoczenia i korekta opcji strategicznych | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie, zatwierdzanie |
| Wdrażanie strategii | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie | monitorowanie |
| Liczba odpowiedzi | 63 | 53 | 28 | 31 |

Źródło: opracowanie własne.

Różnice wystąpiły również wśród odpowiedzi odnoszących się do aktywności rady na etapie „selekcja opcji strategicznych”. Dla trzech sektorów (produkcji, bankowego i pozostałych finansów) wyraźnie dominowała odpowiedź „zatwierdzenie”, natomiast dla sektora handlu i usług niemalże równoważne były odpowiedzi „zatwierdzenie” (20 wskazań) oraz „monitorowanie” (17 wskazań).

Ostatnia różnica występowała w odpowiedziach dotyczących etapu „przeгляд nowych informacji na temat otoczenia i korekta opcji strategicznych”. W trzech sektorach (produkcji, handlu i usług oraz bankowym) przeważała odpowiedź „monitorowanie”, natomiast dla sektora pozostałych finansów prawie równoważne były dwie odpowiedzi, tj. „monitorowanie” (11 wskazań) i „zatwierdzenie” (10 wskazań).

Na podstawie tych wszystkich analiz można stwierdzić, że rodzaj sektora wpływa na sposób zaangażowania rad nadzorczych na niektórych etapach procesu zarządzania strategicznego.

Pytanie dotyczące udziału rad w poszczególnych etapach procesu zarządzania strategicznego zostało pogłębione szczegółowymi pytaniami na temat odpowiedzialności organów statutowych spółek za wizję, misję, formułowanie i realizację strategii. Pierwsze z nich dotyczyło odpowiedzialności za wizję i misję. Zdaniem największej liczby respondentów, bo 61, to dominujący akcjonariusze, rady nadzorcze i zarządy wspólnie powinni za nie odpowiadać, a tylko 10 ankietowanych uznało, że same zarządy. Jeden badany wskazał na rady nadzorcze jako odpowiedzialne za wizję i misję, a kolejnych czterech – na wspólną odpowiedzialność dominujących akcjonariuszy i rad nadzorczych (tab. 41).

Tabela 41. Odpowiedzialność za wizję i misję spółki

| Kategoria | Liczba wskazań |
|--|----------------|
| Wspólnie dominujący akcjonariusze, rada nadzorcza i zarząd | 61 |
| Wyłącznie zarząd | 10 |
| Wspólnie dominujący akcjonariusze i zarząd | 8 |
| Wspólnie dominujący akcjonariusze i rada nadzorcza | 4 |
| Dominujący akcjonariusze | 2 |
| Wyłącznie rada nadzorcza | 1 |

Źródło: opracowanie własne.

Podobnie kształtowały się odpowiedzi dotyczące udziału dominujących akcjonariuszy, rad nadzorczych i zarządów w procesie wyboru strategii. Tu również najczęściej respondentów wyraziło przekonanie, że to właśnie dominujący akcjonariusze, rady nadzorcze i zarządy wspólnie powinny mieć decydujący głos w tym procesie. Tak odpowiedziało 46 respondentów. Odnotowano osobno po 9 wska-

zań na dominujących akcjonariuszy, a także dominujących akcjonariuszy i rady nadzorcze wspólnie oraz dominujących akcjonariuszy i zarządy wspólnie. Natomiast 7 osób wskazało na same zarządy, a 5 – na same rady nadzorcze (tab. 42).

Tabela 42. Kto powinien mieć decydujący głos w procesie wyboru strategii spółki?

| Kategoria | Liczba wskazań |
|---|----------------|
| Wspólnie: dominujący akcjonariusze, rada nadzorcza i zarząd | 46 |
| Wspólnie: dominujący akcjonariusze i rada nadzorcza | 9 |
| Wspólnie: dominujący akcjonariusze i zarząd | 9 |
| Dominujący akcjonariusze | 9 |
| Wyłącznie zarząd | 7 |
| Wyłącznie rada nadzorcza | 5 |

Źródło: opracowanie własne.

Nieco inaczej rozłożyły się wypowiedzi na temat odpowiedzialności za proces realizacji strategii. Największa grupa ankietowanych uznała, że decydujący głos powinien tu mieć zarząd (39 wskazań). Należy jednak podkreślić, że duża grupa osób biorących udział w badaniu położyła nacisk również na współodpowiedzialność za proces realizacji strategii dominujących akcjonariuszy, rad nadzorczych i zarządów (31 wskazań), zaś 9 respondentów stwierdziło, iż decydujący głos powinien należeć do dominujących akcjonariuszy i zarządów wspólnie. Rozkład odpowiedzi na opisywane tu pytanie znajduje się w tab. 43.

Tabela 43. Kto powinien mieć decydujący głos przy wyborze sposobu realizowania strategii spółki?

| Kategoria | Liczba wskazań |
|---|----------------|
| Wyłącznie zarząd | 39 |
| Wspólnie: dominujący akcjonariusze, rada nadzorcza i zarząd | 31 |
| Wspólnie: dominujący akcjonariusze i zarząd | 9 |
| Wyłącznie rada nadzorcza | 2 |
| Wspólnie: dominujący akcjonariusze i rada nadzorcza | 2 |
| Dominujący akcjonariusze | 0 |

Źródło: opracowanie własne.

W ostatnim pytaniu dotyczącym udziału rad nadzorczych w procesie zarządzania strategicznego zapytano respondentów o opinię na temat dominującego modelu wyboru strategii w spółkach, które nadzorują. Przedstawiono im przy tym cztery możliwe odpowiedzi:

- a) warianty strategii przygotowuje zarząd, natomiast rada nadzorcza pozostawia mu pełną swobodę w ich wyborze i realizacji, a ocenia tylko wyniki finansowe;
- b) warianty strategii przygotowuje zarząd, a następnie rada nadzorcza bierze udział w ich uzupełnieniu;
- c) warianty strategii przygotowują wspólnie rada nadzorcza i zarząd;
- d) inny model.

Największa grupa ankietowanych doszła do wniosku, że dominuje druga z przedstawionych sytuacji, tj. warianty strategii przygotowują zarządy, a następnie rady nadzorcze biorą udział w ich uzupełnieniu. Na ten model wskazało 49 spośród tych członków rad polskich spółek publicznych, którzy wzięli udział w badaniu. 20 respondentów zaznaczyło, że warianty strategii przygotowują zarządy, natomiast rady nadzorcze pozostawiają im pełną swobodę w jej wyborze i realizacji, a oceniają tylko wyniki finansowe. Tylko 10 respondentów uznało, iż warianty strategii przygotowują wspólnie rady nadzorcze i zarządy. Odpowiedzi na te pytania zostały przedstawione w tab. 44.

Tabela 44. Który z modeli wyboru strategii dominuje w reprezentowanej przez Pana/Panią spółce?

| Kategoria | Liczba wskazań |
|--|----------------|
| Warianty strategii przygotowuje zarząd, a następnie rada nadzorcza bierze udział w ich uzupełnieniu | 49 |
| Warianty strategii przygotowuje zarząd, natomiast rada nadzorcza pozostawia mu pełną swobodę w ich wyborze i realizacji, a ocenia tylko wyniki finansowe | 20 |
| Warianty strategii przygotowują wspólnie rada nadzorcza i zarząd | 10 |
| Inny | 4 |

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione analizy potwierdzają, że rady – zgodnie z wypowiedziami ankietowanych – są jednym z ogniw procesu zarządzania strategicznego, jednak na większości jego etapów zajmują się tylko monitorowaniem działań zarządów. Na niektórych etapach aktywniej włączają się w ten proces, ale ich rola polega przede wszystkim na wspomagananiu zarządów i dominujących akcjonariuszy. To powoduje, że rady nadzorcze są głównie organami doradczymi, a możliwości ich realnego wpływania na kształt strategii są ograniczone – koncentrują się raczej na jej korygowaniu i doskonaleniu.

6. Wpływ najnowszych trendów w ładzie korporacyjnym na proces wyboru strategii

Ważnym czynnikiem opisywanego tu badania było także określenie, w jaki sposób wybrane trendy w ładzie korporacyjnym, które są w ostatnich latach przedmiotem opracowań naukowych i licznych dyskusji, mogą w opinii członków rad nadzorczych przyczynić się do poprawy skuteczności tych rad w procesie wyboru najlepszej strategii oraz w doradzaniu zarządom przy wyborze nowych rozwiązań biznesowych. W jednym z pytań przedstawiono siedem rozwiązań i poproszono respondentów o ocenę ich istotności w skali od 1 (mały wpływ) do 5 (duży wpływ). Proponowanymi rozwiązaniami były:

- a) udział w radach nadzorczych niezależnych członków;
- b) udział w radach nadzorczych przedstawicieli pracowników;
- c) zwiększenie różnorodności rad pod względem płci;
- d) wzmocnienie komitetów rad ds. audytu;
- e) powoływanie komitetów ds. strategii;
- f) ustanowienie wynagrodzenia członków rad uzależnionego od wyników spółek;
- g) samoocena (ocena indywidualnej efektywności) członków rad.

Tabela 45. Które z aktualnych trendów ładu korporacyjnego mogą przyczynić się do poprawy skuteczności rad nadzorczych w procesie wyboru najlepszej strategii oraz w doradzaniu zarządom przy wyborze nowych rozwiązań biznesowych?

| Trend | Ocena (w skali od 1 do 5) | Odchylenie standardowe |
|--|------------------------------|---------------------------|
| Udział w radach nadzorczych niezależnych członków | 3,62 | 1,34 |
| Ustanowienie wynagrodzenia członków rady uzależnionego od wyników spółki | 3,46 | 1,32 |
| Powoływanie komitetów ds. strategii | 3,11 | 1,32 |
| Wzmocnienie komitetów rady ds. audytu wewnętrznego | 3,09 | 1,32 |
| Samoocena (ocena indywidualnej efektywności) członków rad | 3,09 | 1,41 |
| Zwiększenie różnorodności rad pod względem płci | 1,84 | 1,13 |
| Udział w radach nadzorczych przedstawicieli pracowników | 1,73 | 1,17 |

Źródło: opracowanie własne.

Najwyższą średnią ocen spośród przedstawionych rozwiązań uzyskał udział w radach nadzorczych niezależnych członków (średnia ocen 3,62), a następnie ustanowienie wynagrodzenia członków rady uzależnionego od wyników spółki (średnia 3,46) i powołanie komitetu ds. strategii (średnia 3,11). Za rozwiązania, które mogą w najmniejszym stopniu przyczynić się do poprawy skuteczności rad uznano zwiększenie ich różnorodności pod względem płci (średnia 1,84) oraz udział w radach nadzorczych przedstawicieli pracowników (średnia 1,73). Szczegółowe wyniki zamieszczono w tab. 45. Zwłaszcza różnorodność rad jest ostatnio postrzegana jako czynnik, który może przyczynić się do wzrostu efektywności funkcjonowania tych organów. Omawiane badania tego jednak nie potwierdzają.

Podsumowując, należy podkreślić, że wszystkie zaproponowane rozwiązania uzyskały dość niskie oceny. Można zatem powiedzieć, że członkowie rad nadzorczych **krytycznie podchodzą** do potencjalnego wpływu najnowszych trendów w *coporate governance* na strategię spółek. Co prawda, ankietowani najlepiej ocenili udział w radach niezależnych członków, ale nie jest to ocena wysoka. Bardzo nisko oceniono wpływ różnorodności pod względem płci i obecności pracowników w radach. Na podstawie wszystkich wyników można stwierdzić, że wspomniane trendy nie są w stanie zniwelować podstawowych słabości polskich rad nadzorczych, które wynikają z prawnie określonej pozycji tych organów w spółkach.

7. Mierniki oceny zarządów spółek przez rady nadzorcze

Szczegółowa ocena efektywności spółek i ich zarządów następuje poprzez ewaluację osiągniętych wyników finansowych, które są ujmowane w konkretne wskaźniki. Dotyczy to również skuteczności realizowanej strategii. Z tego powodu jedno z pytań w kwestionariuszu ankiety dotyczyło przydatności do oceny pracy zarządów różnych mierników finansowych (księgowych i rynkowych). Przedstawiono respondentom dziewięć z nich – zestawienie odpowiedzi badanych ujęto w tab. 46. Członkowie rad nadzorczych polskich spółek publicznych za najbardziej przydatny w ocenie zarządów uznali wskaźnik rentowności kapitału własnego (54 wskazań), a następnie wskaźnik wartość spółki/zysk operacyjny powiększony o amortyzację (48 wskazań), wskaźnik rentowności aktywów (41 wskazań) i wzrost wartości akcji (37 wskazań). Za trzy najmniej przydatne uznano całkowity zwrot dla akcjonariuszy (21 wskazań), wskaźnik wartość rynkowa/wartość księgowa (17 wskazań) oraz wskaźnik cena do zysku na akcję (16 wskazań).

W tab. 47 zamieszczono zestawienie dotyczące relacji pomiędzy postrzeganiem znaczenia mierników oceny zarządów a udziałem we własności największego akcjonariusza w spółkach nadzorowanych przez respondentów. Wynika z niego, że re-

spondenci, którzy nadzorowali spółki o najbardziej rozproszonych strukturach własnościowych (o udziale we własności największego akcjonariusza do 20%) uznali za najważniejsze dwa mierniki, tj. EPS i ROE. Natomiast ci, którzy nadzorowali spółki o największej koncentracji własności (o udziale we własności największego akcjonariusza od 80 do 100%) postrzegali jako najważniejszy wzrost wartości akcji, a w dalszej kolejności wskaźniki ROA, ROE i EV/EBITDA. Na podstawie tych odpowiedzi można postawić tezę, iż stopień koncentracji struktur własnościowych wpływa na postrzeganie przez respondentów roli poszczególnych mierników oceny zarządów.

Tabela 46. Które z mierników oceny działalności spółek są najbardziej przydatne (najważniejsze) do oceny pracy zarządów?

| Miernik oceny | Liczba wskazań |
|--|----------------|
| Rentowność kapitału własnego (ROE) | 54 |
| Wartość spółki/zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EV/EBITDA) | 48 |
| Rentowność aktywów (ROA) | 41 |
| Wzrost wartości akcji | 37 |
| Zysk na 1 akcję (EPS) | 31 |
| Ekonomiczna wartość dodana (EVA) | 31 |
| Całkowity zwrot dla akcjonariuszy (TSR) | 21 |
| Wskaźnik wartość rynkowa/wartość księgową (P/BV) | 17 |
| Wskaźnik cena do zysku na akcję (P/E) | 16 |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 47. Relacje pomiędzy postrzeganiem znaczenia mierników oceny zarządów a udziałem we własności największego akcjonariusza w spółkach nadzorowanych przez respondentów

| | Wielkość udziału we własności największego akcjonariusza | | | | |
|-----------------------|--|--------|--------|--------|---------|
| | do 20% | 20-40% | 40-60% | 60-80% | 80-100% |
| EPS | 11 | 4 | 17 | 2 | 4 |
| Wzrost wartości akcji | 9 | 9 | 16 | 8 | 10 |
| TSR | 8 | 6 | 9 | 2 | 2 |
| P/BV | 3 | 6 | 8 | 1 | 0 |
| EVA | 6 | 8 | 14 | 10 | 5 |
| EV/EBITDA | 7 | 10 | 20 | 11 | 8 |
| P/E | 6 | 5 | 1 | 1 | 0 |
| ROE | 11 | 15 | 23 | 10 | 8 |
| ROA | 6 | 8 | 14 | 11 | 8 |

Źródło: opracowanie własne.

Omawiane badania pokazują, że członkowie polskich rad preferują ocenę zarządów na podstawie wskaźników księgowych. Wśród najważniejszych wciąż pozostają wskaźniki rentowności kapitału własnego i rentowności aktywów. Niżej oceniona została przydatność wskaźników rynkowych. Wśród nich za najważniejsze uznano wskaźniki wartość spółki/zysk operacyjny powiększony o amortyzację, który łączy informacje rynkowe z księgowymi, a także wzrost wartości akcji. Wynika to z cech polskiego systemu ładu korporacyjnego, który jest systemem kontroli „od wewnątrz”. W tej sytuacji rynek kontroli spółek, a więc również mierniki rynkowe oceny zarządów, mają mniejsze znaczenie. Natomiast silni, skoncentrowani akcjonariusze uzależniają oceny zarządów od wskaźników opartych na danych księgowych.

8. Podsumowanie przeprowadzonych badań

Przeprowadzone badania teoretyczne i empiryczne pozwoliły na sformułowanie szeregu wniosków, spośród których za najważniejsze można uznać następujące.

Po pierwsze, najważniejszym celem polskich spółek publicznych w oczach członków rad nadzorczych jest kojarzenie różnych celów najważniejszych interesariuszy. Kryzys finansowy ostatnich lat wpłynął na zmianę postrzegania owego głównego celu. Badania pokazały, że obecnie mniejsza liczba członków rad uważa, iż spółki powinny koncentrować się jedynie na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Wspomniana maksymalizacja jest niezwykle ważna, ale – jak pokazują omawiane badania – nie może odbywać się bez uwzględniania interesów pracowników, klientów, dostawców i innych interesariuszy, a także budowania z nimi długoterminowych relacji.

Po drugie, wielu członków rad nadzorczych wyraża opinię, że zasadna byłaby zmiana polskiego modelu funkcjonowania organów statutowych spółek, polegająca na umożliwieniu im wdrożenia jednopoziomowego modelu, czyli wprowadzenia co najmniej modelu opcjonalnego (umożliwiającego spółkom wybór pomiędzy modelem jednopoziomowym i dwupoziomowym). Taki model funkcjonuje w wielu państwach europejskich, na przykład we Francji czy we Włoszech. Pozwoliłoby to na aktywniejsze zaangażowanie rad nadzorczych w procesy wyboru i realizowania strategii spółek. Niemniej jednak, znaczna liczba członków badanych rad nadzorczych uważa, że obecny model dwupoziomowy jest właściwy dla funkcjonowania rad nadzorczych polskich spółek. Zarówno liczba zwolenników zmian, jak i pozostania przy obecnym modelu organizacji organów statutowych była w obecnym badaniu niemalże taka sama.

Po trzecie, rady nadzorcze polskich spółek publicznych najwięcej czasu poświęcają na realizację funkcji kodeksowych, tj. nadzorowanie działalności spółek

w zakresie przewidzianym przez Kodeks spółek handlowych (art. 382 k.s.h.) i ocenę działań zarządów oraz ewentualne decyzje personalne dotyczące ich członków (art. 383 k.s.h.). Dużo mniej czasu poświęcają na doradzanie zarządom i inicjowanie nowych rozwiązań. Członkowie rad nadzorczych sądzą jednak, że proporcje czasu poświęcanego na te zadania powinny się zmienić, a organy nadzoru powinny więcej czasu spędzać na inicjowaniu nowych rozwiązań oraz doradzaniu zarządom.

Po czwarte, do najważniejszych zadań rad nadzorczych polskich spółek publicznych należą kolejno: ocenianie wyników pracy zarządu, zatwierdzanie strategii spółki, ustalanie wynagrodzenia członków zarządu, wybór nowych członków zarządu i monitorowanie najważniejszych decyzji zarządu. Warto zwrócić uwagę na szczególnie wysoką ocenę roli rad w procesie zatwierdzania strategii spółki, niżej natomiast oceniono ich udział w procesie formułowania tej strategii. Ewaluacja zadań nadzorczych wskazuje również na zmianę priorytetów rad nadzorczych i wzrost roli tych organów w dbaniu o reputację spółek.

Po piąte, rady nadzorcze zajmują się głównie monitorowaniem różnych działań w procesie zarządzania strategicznego. Członkowie rad nadzorczych postrzegają te organy jako współodpowiedzialne – razem z zarządami i dominującymi akcjonariuszami – za sformułowanie wizji i misji spółki, a także za wybór jej strategii. Za proces realizacji strategii odpowiadają już raczej tylko zarządy.

Po szóste, w oczach członków rad nadzorczych polskich spółek publicznych najnowsze trendy w *corporate governance*, w tym dążenie do pogłębienia różnorodności rad pod względem płci, nie wpływają na skuteczność pracy tych organów w procesie zarządzania strategicznego. Wypowiedzi badanych wskazują na istnienie dysonansu między niektórymi rozwiązaniami zalecanymi przez kodeksy dobrych praktyk a postrzeganiem roli tych propozycji w funkcjonowaniu rad nadzorczych przez członków rad nadzorczych. Jest to również wynik niedostatecznego rozwoju i niewłaściwego funkcjonowania różnych mechanizmów i rozwiązań *corporate governance* w Polsce, np. braku rynku członków rad nadzorczych, co przekłada się na ich ocenę, a także na postrzegane znaczenie rad nadzorczych w sprawowaniu nadzoru, w tym na ich rolę w procesie formułowania i realizowania strategii spółek.

Po siódme, rady nadzorcze, oceniając zarządy, koncentrują się przede wszystkim na miernikach księgowych, zaś mniejsze znaczenie przypisują miernikom rynkowym. Wynika to głównie z dużego stopnia koncentracji struktur własnościowych polskich spółek publicznych oraz ze słabości polskiego rynku kapitałowego jako rynku mechanizmu zewnętrznej weryfikacji efektywności pracy spółek.

Zakończenie

Jak zaznaczyliśmy we wstępie, mimo szybkiego rozwoju krajowej literatury przedmiotu, szczególnie w ostatnich pięciu latach, wiedza dostępna w języku polskim w zakresie *corporate governance* nadal prezentuje się stosunkowo skromnie w porównaniu z niezwykle bogatym, kilkudziesięcioletnim dorobkiem literatury światowej. Niektóre obszary tej wiedzy – jak np. teorie ładu korporacyjnego, teorie własności korporacyjnej czy zjawisko konwergencji głównych modeli ładu korporacyjnego – są praktycznie nieobecne w literaturze polskiej. Brakuje w niej syntezy aktualnych tendencji światowych i analizy dokonujących się zmian w poszczególnych modelach, np. w modelu łańciskim, funkcjonującym we Francji, we Włoszech czy w Hiszpanii. Brakuje też szerokich i systematycznych, tzn. wielokrotnie powtarzanych badań empirycznych nad zbiorowością polskich spółek akcyjnych (liczącą ok. ośmiu tysięcy podmiotów), które są przecież „kręgosłupem” każdej gospodarki rynkowej.

Głównym celem niniejszej monografii była **analiza i ocena roli rad nadzorczych w procesach formułowania oraz realizowania strategii polskich spółek publicznych**. Realizacji celu głównego zostały podporządkowane – jak już zaznaczono wcześniej – cztery cele poznawcze o charakterze pomocniczym:

- 1) synteza światowego dorobku badawczego na temat procesu formułowania i realizowania strategii spółek oraz na temat roli rad nadzorczych w tych procesach;
- 2) określenie stopnia zaangażowania rad na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego;
- 3) ustalenie związków pomiędzy strukturą (liczebnością) rad nadzorczych a rodzajem strategii realizowanej przez polskie spółki giełdowe;
- 4) określenie zależności pomiędzy strukturą (stopniem różnorodności) polskich rad nadzorczych pod względem wykształcenia i doświadczenia zawodowego a ich zaangażowaniem w procesach formułowania i realizowania strategii.

Natomiast cele praktyczne zostały określone następująco:

- 1) zidentyfikowanie aktualnych kierunków zmian oraz rozwiązań wdrażanych w zakresie roli i funkcji rad dyrektorów (rozwiązania anglosaskie),

- a także rad nadzorczych (rozwiązania niemieckie) w procesach formułowania i realizowania strategii spółek kapitałowych;
- 2) ocena procesu doskonalenia polskich rozwiązań w zakresie roli i funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach giełdowych na tle aktualnych tendencji światowych oraz w oparciu o własne badania empiryczne;
 - 3) wskazanie kierunków dalszego umacniania kontrolnych oraz doradczych funkcji polskich rad nadzorczych z punktu widzenia aktualnych standardów europejskich i światowych w tym zakresie, a także z punktu widzenia nowych realiów gospodarczych i społecznych, z jakimi muszą sobie radzić polskie spółki kapitałowe.

W procesie realizowania celu głównego starano się zrealizować wyszczególnione cele pomocnicze – teoriopoznawcze i praktyczne. Polegało to na usystematyzowaniu wiedzy światowej i krajowej w zakresie roli i funkcji rad nadzorczych w funkcjonowaniu spółek kapitałowych, na zidentyfikowaniu głównych perspektyw poznawczych oraz realizacyjnych przy analizowaniu relacji: rada nadzorcza – zarząd spółki, a przede wszystkim na wzbogaceniu wiedzy krajowej o zagadnienia i obszary tematyczne dotychczas słabo rozwinięte w literaturze polskiej.

Natomiast cele praktyczne sprowadzały się do określenia głównych kierunków zmian w formalnym i faktycznym usytuowaniu organów kontrolnych spółek (wdrażanych obecnie zarówno w modelach anglosaskich, jak i w modelu niemieckim), a następnie – wskazania kierunków dalszego doskonalenia pracy polskich rad nadzorczych oraz rozwiązań zbliżających polską praktykę korporacyjną w tym zakresie do standardów europejskich i światowych.

Powyższe cele zostały – w naszym przekonaniu – osiągnięte dzięki przeprowadzonym studiom literaturowym i badaniom. Badania te pozwoliły na sformułowanie wielu istotnych wniosków. Do kluczowych konkluzji należy stwierdzenie, **że najistotniejszym celem polskich spółek publicznych** – w opinii członków badanych rad nadzorczych – **jest kojarzenie interesów najważniejszych interesariuszy**. Kryzys finansowy lat 2007–2008 wpłynął – jak należy przypuszczać – na tę korzystną zmianę w postrzeganiu głównego celu spółki. Nasze najnowsze badania pokazały, że w stosunku do badań z lat 2001–2002 obecnie znacznie mniejsza liczba członków badanych rad uważa, że spółki powinny się koncentrować się na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Maksymalizacja ta jest nadal ważna, ale – jak pokazują badania – nie może ona odbywać się bez uwzględnienia interesów pracowników, klientów, dostawców i innych interesariuszy. **W polskich spółkach publicznych dokonuje się zatem dość istotne przewartościowanie w kierunku strategii zorientowanych również na cele społeczne, czyli na tzw. zrównoważony rozwój.**

Drugą istotną konkluzją jest stwierdzenie, że **praktykowany w Polsce model ładu korporacyjnego, oparty na wzorcach niemieckich, wyraźnie nie nadąża za zmianami, jakie dokonują się na świecie i w Europie, w tym w Niemczech**. Polskie rady nadzorcze mają ciągle znacznie gorszą pozycję formalnoprawną

i faktyczną niż rady niemieckie. Rady niemieckich spółek mogą np. samodzielnie rozszerzać zakres kontroli decyzji zarządu spółki – w przeciwieństwie do polskich rad, które na takie działanie muszą każdorazowo uzyskać zgodę walnego zgromadzenia spółki. Należy jednak odnotować wyraźny postęp w polskich regulacjach procesów łączenia, podziału i przekształcania się spółek. **Kwestią otwartą pozostaje jednak utrzymujący się rozdział funkcji zarządczych i nadzorczych w polskim modelu ładu korporacyjnego. Ponad stuletnia praktyka tego rozwiązania w Niemczech wcale nie wykazała wyższości systemu dualistycznego nad systemem monistycznym.**

Przeprowadzone badania pokazały tymczasem, że znaczna część ankietowanych uważa, iż **zasadna byłaby zmiana polskiego modelu funkcjonowania organów statutowych spółek i umożliwienie im wyboru modelu jednopoziomowego**, czyli wprowadzenie przynajmniej modelu opcjonalnego (dającego spółkom wybór pomiędzy modelem jednopoziomowym a dwupoziomowym). Taki model funkcjonuje w wielu państwach europejskich, np. we Francji czy we Włoszech. Pozwoliłoby to na aktywniejszą rolę rad nadzorczych w procesach wyboru i realizowania strategii spółki. Tym niemniej, znaczna liczba członków badanych rad uważa, że obecny model dwupoziomowy jest właściwy dla funkcjonowania rad nadzorczych w polskich spółkach. Liczba zwolenników zmian oraz ich przeciwników była w obecnym badaniu niemal taka sama.

Kolejny ważny wniosek dla przyszłości polskiego ładu korporacyjnego dotyczy konieczności podjęcia szeregu działań prowadzących do **poprawy skuteczności działania polskich rad nadzorczych, np. w zapobieganiu sytuacjom kryzysowym w spółkach**. Chodzi tu o szereg rozwiązań zwiększających aktywność rad nadzorczych nie tylko w zakresie funkcji kontrolnych, lecz także **tzw. nadzoru perspektywnego**, czyli funkcji doradczej rad. Funkcja ta – nie zawsze doceniana przez zarządy polskich spółek – może przyczynić się do wzmocnienia systemu wczesnego ostrzegania i systemu planowania strategicznego. Konieczność takiego przeorientowania wykazały właśnie nasze badania.

Dodatkowo, z przeprowadzonych badań wynika, że **rady nadzorcze polskich spółek publicznych nadal najwięcej czasu poświęcają na realizację funkcji kontrolnych**, tj. na nadzorowanie działalności spółek w zakresie przewidzianym przez Kodeks spółek handlowych (art. 382 k.s.h.) i ocenę działań zarządów, a także na ewentualne decyzje personalne dotyczące ich członków (art. 383 k.s.h.). Dużo mniej czasu przeznaczają natomiast na doradzanie zarządom oraz inicjowanie nowych rozwiązań. Członkowie rad nadzorczych uważają jednak, że proporcje czasu poświęcanego na te zadania powinny się zmienić – organy nadzoru winny więcej czasu poświęcać na inicjowanie nowych rozwiązań i doradzanie zarządom spółek.

Warto podkreślić, iż z naszych badań wynika, że najważniejszymi zadaniami rad nadzorczych polskich spółek publicznych są kolejno: **ocenie wyników pracy zarządu, zatwierdzanie strategii spółki, ustalanie wynagrodzeń człon-**

ków zarządu, wybór nowych członków zarządu oraz monitorowanie realizacji najważniejszych decyzji zarządu. Trzeba zatem zwrócić uwagę na nowe zjawisko, jakim jest szczególnie wysoka ocena roli rad w procesie zatwierdzania strategii spółki, natomiast nieco niżej oceniono ich udział w procesie formułowania tej strategii. Przeprowadzona ewaluacja poszczególnych zadań rad nadzorczych uwypukla zatem kolejną zmianę priorytetów tych rad, w tym m.in. wzrost roli tych organów w dbaniu o prestiż spółek.

Następną konkluzją jest stwierdzenie, że – zgodnie z opinią członków badanych rad nadzorczych polskich spółek publicznych – **najnowsze trendy w zakresie corporate governance**, w tym dążenie do wzrostu różnorodności rad (pod względem wieku, płci, narodowości), **nie wpływają na skuteczność pracy tych organów w procesie zarządzania strategicznego.** Wypowiedzi respondentów wskazują na dysonans między niektórymi rozwiązaniami proponowanymi przez kodeksy dobrych praktyk a postrzeganiem roli tych rozwiązań w praktyce funkcjonowania rad nadzorczych. Prawdopodobnie jest to oznaka niedostatecznego rozwoju oraz niewłaściwego funkcjonowania różnych mechanizmów i rozwiązań w zakresie *corporate governance* w Polsce (np. braku rynku niezależnych członków rad nadzorczych, rynku ekspertów sektorowych itd.), co zapewne przekłada się na ocenę znaczenia tych rozwiązań w sprawowaniu nadzoru i rolę rad nadzorczych w procesach formułowania oraz realizowania strategii spółek.

Wreszcie, ostatni wniosek stanowi spostrzeżenie, że rady nadzorcze, oceniając zarządy spółek, **koncentrują się przede wszystkim na miernikach finansowo-księgowych**, natomiast mniejsze znaczenie, w ich opinii, mają mierniki rynkowe i sektorowe, zwłaszcza w ujęciu międzynarodowym. Wynika to głównie z dużego stopnia koncentracji struktur własnościowych polskich spółek publicznych i związanej z tym dominacji najważniejszych akcjonariuszy, a także ze słabości polskiego rynku kapitałowego jako mechanizmu zewnętrznej weryfikacji efektywności pracy spółek.

Przeprowadzone na potrzeby niniejszej pracy studia literaturowe oraz własne badania empiryczne, jak również sformułowane na tej podstawie wymienione wyżej konkluzje, **pozwalają uznać za prawdziwą przyjętą w tej rozprawie hipotezę, że rola i funkcje rad nadzorczych w procesach zarządzania strategicznego w polskich spółkach publicznych wymagają istotnych zmian formalno-prawnych oraz organizacyjno-strukturalnych w praktykowanych dotychczas rozwiązaniach.**

Z satysfakcją należy odnotować fakt, że coraz większe grono polskich autorów wyspecjalizowanych w problematyce *corporate governance* podziela pogląd o potrzebie wyraźnego wzmocnienia roli rad nadzorczych w procesach funkcjonowania polskich spółek kapitałowych – i to nie tylko spółek publicznych. Przekonanie to, powszechne w literaturze światowej, dotyczy zresztą nie tylko funkcji kontrolnych, lecz także funkcji doradczych i funkcji stanowiących rad.

Bob Tricker, znany brytyjski autorytet w zakresie *corporate governance*, przypomina, iż profesjonalna rada to taka, która ocenia przeszłość, monitoruje teraźniej-

szość, a równocześnie nie traci z pola widzenia procesu budowania przyszłości spółki. Natomiast we wszystkich swoich zadaniach stale troszczy się oraz współprzyczynia się do przestrzegania przez spółkę zasady przejrzystości (*corporate transparency*) i zasady odpowiedzialności jej władz przed właścicielami spółki, a także przed społeczeństwem¹.

Należy bezsprzecznie zgodzić się z B. Ahunwanem², że praktykowane w różnych krajach modele *corporate governance* są często „zależne zasobowo” – od tradycji, historii, systemu politycznego i systemu ekonomicznego danego kraju. Tym niemniej, trzeba też pamiętać o potrzebie wzmocnienia międzynarodowej konkurencyjności danej gospodarki oraz współtworzących ją spółek kapitałowych – a temu celowi służy m.in. wdrażanie międzynarodowych standardów *corporate governance*.

Też o potrzebie wzmocnienia kontrolnych i doradczych funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych wzmacniają swoimi badaniami tacy autorzy, jak M. Aluchna, M. Jerzemowska, A. Golec i A. Zamojska, I. Koładkiewicz oraz M. Marcinkowska. Przykładowo, M. Aluchna pisze, że przy skoncentrowanych strukturach własności w polskich spółkach publicznych kwestią kluczową jest aktywna obecność co najmniej dwóch niezależnych członków rady i funkcjonowanie specjalistycznych komitetów w radzie nadzorczej³. Natomiast M. Jerzemowska, A. Golec i A. Zamojska twierdzą, iż aczkolwiek polski system nadzoru korporacyjnego uznawany jest za jeden z najskuteczniejszych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, to jednak wymaga on dalszych usprawnień, a jedną z najbardziej kontrowersyjnych kwestii jest utrzymywanie modelu dualistycznego w naszym kraju⁴. Z kolei I. Koładkiewicz przyznaje, że w ciągu minionych 20 lat polskie rady nadzorcze przeszły istotną, pozytywną transformację w zakresie jakości kapitału ludzkiego. Jednak poziom ich zróżnicowania (ze względu na wiek, płeć, narodowość, rodzaj doświadczenia biznesowego członków) nadal odbiega od standardów światowych⁵. Wreszcie M. Marcinkowska, badając funkcjonowanie rad nadzorczych w polskich bankach, stwierdziła, iż dominujący właściciele banków często stosują „inne” mechanizmy monitorowania i nadzorowania kontrolowanych podmiotów, przez co zmniejszają znaczenie rady nadzorczej⁶.

1 B. Tricker, *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2009, s. 120–141.

2 B. Ahunwan, *Globalization and Corporate Governance in Developing Countries*, Transnational, New York 2003, s. 1–21.

3 M. Aluchna, *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwo*, Wyd. Poltext, Warszawa 2015, s. 275–281.

4 M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, *Corporate governance. BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 293–298.

5 I. Koładkiewicz, *Rady nadzorcze – dobre praktyki ładu korporacyjnego. Doświadczenia polskie i zagraniczne*, Wyd. Poltext, Warszawa 2013, s. 103–120.

6 M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 217–219.

Przytoczone konkluzje, pochodzące z szeroko zakrojonych badań przeprowadzonych przez wspomniane autorki, jak również przedstawione wcześniej rezultaty badań własnych zespołu autorskiego niniejszego opracowania, upoważniają do konstatacji, że chociaż jakość funkcjonowania rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych powoli się poprawia, to jest to poprawa zbyt powolna, nie nadążająca za obecnymi tendencjami światowymi i europejskimi. Tendencje te sprowadzają się – najogólniej mówiąc – do szeregu zmian systemowych i wewnątrz korporacyjnych, które prowadzą do zdecydowanego wzmocnienia aktywności oraz współodpowiedzialności organów kontrolnych spółek za podejmowane przez spółki decyzje strategiczne, a także za ekonomiczne i społeczne skutki tych decyzji. Jednym z rozwiązań systemowych, które mogłoby przyczynić się do zwiększenia aktywności i współodpowiedzialności rad nadzorczych, jest tzw. model opcjonalny, czyli przyznanie spółkom prawa do swobodnego wyboru modelu ich funkcjonowania – jednopoziomowego lub dwupoziomowego. Rozwiązanie to jest stosowane już od wielu lat w takich krajach zachodnioeuropejskich, jak Francja, Finlandia, Holandia, Luksemburg, Portugalia i Włochy. Co ciekawe, stosuje je także sześć krajów Europy Środkowej i Wschodniej (Bułgaria, Litwa, Łotwa, Rumunia, Słowenia czy Węgry). Z kolei jedno z rozwiązań wewnątrz korporacyjnych, stymulujących zwiększoną aktywność rad nadzorczych (rad dyrektorów), to praktykowana w wielu krajach zasada samooceny ich działalności, a konkretnie – ocena wkładu rad w budowę dynamicznej i konkurencyjnej spółki.

Bibliografia

- Adamska A., *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
- Ahn S., Jiraporn P., Kim Y. S., *Multiple directorships and acquirer returns*, "Journal of Banking and Finance", vol. 34, no. 9.
- Ahunwan B., *Globalization and Corporate Governance in Developing Countries*, Transnational, New York 2003.
- Aivazian V., Booth L., Cleary S., *Do emerging markets firms follow different dividend policies from U.S. firms?*, "The Journal of Financial Research" 2003, vol. 26, no. 3.
- Aluchna M., *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007.
- Aluchna M., *Two-tier board*, [w:] S. O. Idowu, N. Capaldi, L. Zu, A. D. Gupta (eds.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*, Springer Berlin–Heidelberg, Berlin 2013.
- Aluchna M., *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwo*, Wyd. Poltext, Warszawa 2015.
- Amit R., Livnat J., *A concept of conglomerate diversification*, "Journal of Management" 1988.
- Andrews K. R., *The Concept of Corporate Strategy*, Irwin, Homewood IL 1980.
- Argenti J., *Stakeholders: The case against*, "Long Range Planning" 1997, vol. 30, no. 3.
- Aste L., *Reforming French corporate governance: A return to the two-tier board?*, "The George Washington Journal of International Law and Economics" 1999, vol. 32, no. 1.
- Bain J. S., *Barriers to New Competition*, Harvard University Press, Cambridge 1956.
- Barney J. B., *Firm resources and sustained competitive advantage*, "Journal of Management" 1991, vol. 17, no. 1.
- Barney J. B., Clark D. N., *Resource-based Theory. Creating and Sustaining Competitive Advantage*, Oxford University Press, Oxford 2009.
- Barney J. B., Hesterly W. S., *Strategic Management and Competitive Advantage. Concepts and Cases*, Pearson, Upper Saddle River 2012.
- Baysinger B., Hoskisson R. E., *The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy*, "Academy of Management Review" 1990, vol. 15, no. 1.
- Belot F., Ginglinger E., Slovin M. B., Sushka M. E., *Freedom of choice between unitary and two-tier boards*, "Journal of Financial Economics" 2014, vol. 112.
- Betz G., *System zarządzania jako regulator odnowy i wzrostu przedsiębiorstw*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.

- Bergh D. D., *Diversification strategy research at a crossroads: Established, emerging and anticipated paths*, [w:] M. A. Hitt, R. E. Freeman, J. S. Harrison (eds.), *Handbook of Strategic Management*, Blackwell, London 2001.
- Bhattacharaya S., *Imperfect information, and "the bird in the hand" fallacy*, "Bell Journal of Economics" 1979, vol. 10.
- Bohdanowicz L., *Czynniki wpływające na liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Bohdanowicz L., *Directions of change in the Polish two-tier board model*, "Journal of Positive Management" 2014, vol. 5, no. 1.
- Bohdanowicz L., *Managerial ownership and supervisory board activity: Evidence from Polish listed companies*, "Management of Organizations: Systematic Research" 2014, vol. 70.
- Bohdanowicz L., *Ownership Structure and Female Directors on Two-Tier Boards: Evidence from Polish Listed Companies*, 2012, <http://ssrn.com/abstract=2117870> [dostęp: 20.06.2014].
- Bohdanowicz L., *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.
- Bongjin K., Burns L. B., Prescott J. E., *The strategic role of the board: The impact of board structure on top management team strategic action capability*, "Corporate Governance: An International Review" 2009, vol. 17.
- Bowen H. P., Wiersema M. F., *Foreign-based competition and corporate diversification strategy*, "Strategic Management Journal" 2005, no. 26.
- Brav A., Graham J. R., Harvey C. R., Michaely R., *Payout policy in the 21st century*, "Journal of Financial Economics" 2005, vol. 77.
- Cadbury A., *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*, Oxford University Press, Oxford 2002.
- Campbell A., *Stakeholders: The case in favour*, "Long Range Planning" 1997, vol. 30, no. 3.
- Campbell A., Goold M., Alexander M., *Corporate strategy: The quest for parenting advantage*, [w:] A. Campbell, K. Sommers Luchs (eds.), *Core Competency-Based Strategy*, International Thomson Business Press, London–Boston 1997.
- Chandler A. D., *Strategy and Structure*, MIT Press, Cambridge 1962.
- Chang R. P., Rhee S. G., *The impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions*, "Financial Management" 1990, vol. 19, no. 2.
- Chen R., Dyball M. C., Wright S., *The link between board composition and corporate diversification in Australian corporations*, "Corporate Governance: An International Review" 2009, vol. 17.
- Clarke T., *The stakeholder corporation: A business philosophy for the information age*, [w:] T. Clarke (ed.), *Theories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance*, Routledge, London 2004.
- Colley J. L., Doyle J. L., Logan G. W., Stettinius W., *What is Corporate Governance?*, McGraw-Hill, New York 2005.
- Cyfert S., Bełz G., Wawrzynek Ł., *Wpływ burzliwości otoczenia na efektywność procesów odnowy organizacyjnej*, „Organizacja i Kierowanie” 2014, nr 1A.

- Czakon W., *Sieci w zarządzaniu strategicznym*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
- Czekaj J., Dreszer Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw – podstawy teorii*, Wyd. Naukowe PWN, 2005.
- Czerniawski R., *Odpowiedzialność karna akcjonariuszy i członków rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2009.
- Damodaran A., *Corporate Finance. Theory and Practice*, John Wiley & Sons, New York 1997.
- Davis P., *The Bullock Report and employee participation in corporate planning in the UK*, "Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation" 1998, no. 1.
- Davis P., Hopt K. J., Nowak R., van Solinge J. (eds.), *Corporate Boards in Law and Practices: A Comparative Analysis in Europe*, Oxford University Press, Oxford 2013.
- De Wit B., Meyer R., *Strategy: Process, Content, Context. An International Perspective*, International Thompson Business Press, London 1998.
- De Wit B., Meyer R., *Synteza strategii*, PWE, Warszawa 2007.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Skinner D., *Special dividends and the evolution of dividend signaling*, "Journal of Financial Economics" 2000, vol. 57.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Stulz R. M., *Dividend Policy, Agency Costs and Earned Equity*, Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2004, <http://www.nber.org/papers/w10599> [dostęp: 14.03.2016].
- Demb A., Neubauer F., *The Corporate Board. Confronting the Paradoxes*, Oxford University Press, New York 1992.
- Dittmar A. K., *Why do firms repurchase stock?*, "The Journal of Business" 2000, vol. 73, no. 3.
- Dobija D., *Audyty finansowe we współczesnych systemach społecznych*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2014.
- Dobija D., Koładkiewicz I., *Ład korporacyjny*, Wyd. Akademii im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2011.
- Donaldson L., Davis J., *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*, "Australian Journal of Management" 1991, vol. 16, no. 1.
- Donaldson T., Preston L., *The stakeholders theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications*, "Academy of Management Review" 1995, vol. 20, no. 1.
- Doz Y. L., Hamel G., *Alianse strategiczne. Sztuka zdobywania korzyści poprzez współpracę*, Helion, Gliwice 2006.
- Drucker P., *Management: Tasks, Responsibilities, Practices*, Harper and Row, New York 1974.
- Druga Dyrektywa Rady 77/91/EWG z 13.12.1976 o ochronie kapitału, „Official Journal” L 026, 31.01.1997.
- Druvis B. F., *The Role of Independent Directors after Sarbanes-Oxley*, American Bar Association, Chicago 2007.
- Duczowska-Piasecka M., Poniatowska-Jaksch M., Duczkowska-Małysz K. (red.), *Modele biznesu. Nowe myślenie strategiczne*, Difin, Warszawa 2013.
- Duru A., Reeb D. M., *Geographic and industrial corporate diversification: The level and structure of executive compensation*, „Journal of Accounting, Auditing and Finance” 2002, no. 1.
- Easterbrook F. H., *Two agency cost explanations of dividends*, "The American Economic Review" 1984, vol. 74, no. 4.

- Eisenhardt K., *Agency theory: An assessment and review*, "Academy of Management Review" 1989, vol. 14, no. 1.
- Elsayed K., *Does CEO duality really affect corporate performance?*, "Corporate Governance: An International Review" 2007, vol. 15, no. 6.
- Ewing H., *The corporate board of directors – duties and responsibilities*, „Public Relations Quarterly”, Spring 1979.
- Fama E. F., French K. R., *Disappearing dividends: Changing firms characteristics or lower propensity to pay?*, "Journal of Financial Economics" 2001, vol. 60.
- Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, "Journal of Law and Economics" 1983, vol. 26, no. 2.
- Faraci R., Shen W., *Does firm ownership matter? Investors, corporate governance and strategic competitiveness in privately-held firms*, [w:] G. B. Dagnino, *Handbook of Research on Competitive Strategy*, Edward Elgar Publishing, Northampton MA 2012.
- Felton R. F., Fritz P. K., *The view from the boardroom*, "The McKinsey Quarterly", January 2005 (special edition: *Value and performance*).
- Finkelstein S., D'Aveni R. A., *CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command*, "Academy of Management Journal" 1994, vol. 37, no. 5.
- Fleisher C. S., Bensoussan B. E., *Strategic and Competitive Analysis*, Upper Saddle River, New York 2003.
- Fox M., Hamilton R., *Ownership and diversification: Agency theory and stewardship theory*, "Journal of Management Studies" 1994, vol. 31, no. 1.
- Frankfort-Nachmias Ch., Nachmias D., *Metody badawcze w naukach społecznych*, Wyd. Zysk i S-ka, Poznań 2001.
- Freeman R. E., *Strategic management. A stakeholder approach*, Cambridge University Press, Cambridge 2010.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 2000.
- Garratt B., *The Fish Rots from the Head – The Crisis in Our Boardrooms: Developing the Crucial Skills of the Competent Director*, Profile Books, London 2003.
- Gavott B., *Tin on Top*, Nicolas Brealey Publishing, London 2003.
- Geletkanycz M. A., Boyd B. K., *CEO outside directorships and firm performance: A reconciliation of agency and embeddedness views*, "Academy of Management Journal" 2011, vol. 54.
- Ghemawat P., *Competition and business strategy in historical perspective*, "Business History Review" 2002, vol. 76 (Spring).
- Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1999.
- Golden B. R., Zajac E. J., *When will boards influence strategy? Inclination × power = strategic change*, "Strategic Management Journal" 2001, vol. 22.
- Gordon M. J., *Dividends, earnings and stock prices*, "The Review of Economics and Statistics" 1959, vol. 41, no. 2.
- Gordon M. J., *Optimal investment and financing policy*, "The Journal of Finance" 1963, vol. 18, no. 2.

- Gordon M. J., Shapiro E., *Capital equipment analysis: the required date of profit*, "Management Science" 1956, vol. 3.
- Grant R. M., *Contemporary Strategy Analysis*, 5th ed., Blackwell Publishing, Malden 2005.
- Grant R. M., *Contemporary Strategy Analysis. Concepts, Techniques, Applications*, 4th ed., Blackwell Publishing, Oxford 2003.
- Grant R. M., *Corporate strategy: Managing scope and strategy content*, [w:] A. Pettigrew, H. Thomas, R. Whittington (eds.), *Handbook of Strategy and Management*, SAGE, London 2002.
- Greco G., *Determinants of board and audit committee meeting frequency*, "Managerial Auditing Journal" 2010, vol. 26, no. 3.
- Grullon G., Ikenberry D. L., *What do we know about stock repurchases?*, "Journal of Applied Corporate Finance" 2000, vol. 13, no. 1.
- Grullon G., Michaely R., Swaminathan B., *Are dividends changes a sign of firm maturity?*, "Journal of Business" 2002, vol. 75, no. 3.
- Gugler K., Yurtoglu B. B., *Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany*, "European Economic Review" 2003, vol. 47.
- Gupta A. K., *Business-unit strategy: Managing the single business*, [w:] L. Fahey, R. M. Randall, *The Portable MBA in Strategy*, Wiley 1994.
- Hambrick D. C., *Operationalizing the concept of business-level strategy in research*, "Academy of Management Review" 1980, vol. 5.
- Harrigan K. R., *Exit decisions in mature industries*, "Academy of Management Journal" 1982, vol. 25.
- Harrigan K. R., Porter M. E., *End-game strategies for declining industries*, "Harvard Business Review", July–August 1983.
- Hassel A., Höpner M., Kurdelsbusch A., Redher B., Zugehör R., *Two dimensions of the internationalization of firms*, "Journal of Management" 2003, vol. 29.
- Henderson B. D., *The product portfolio*, [w:] C. W. Stern, M. S. Daimler (eds.), *The Boston Consulting Group on Strategy*, Wiley, Hoboken 2006.
- Henke J., *Involving the board of directors in strategic planning*, "The Journal of Business Strategy" 1986, vol. 7, no. 2.
- Heuskel D., *Premium conglomerates*, [w:] C. W. Stern, M. S. Daimler (eds.), *The Boston Consulting Group on Strategy*, Wiley, Hoboken 2006.
- Hill C. W. L., *Differentiation versus low cost or differentiation and low cost: A contingency framework*, "Academy of Management Review" 1988, vol. 13.
- Hill S., *The social organization of boards of directors*, "British Journal of Sociology" 1995, vol. 46, no. 2.
- Hillman A., Dalziel T., *Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives*, "Academy of Management Review" 2003, vol. 28, no. 3.
- Hillman A. J., Cannella A. A., Paetzold R. L., *The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change*, "Journal of Management Studies" 2000, vol. 37, no. 2.
- Hilmer F., *The governance research agenda: A practitioner's perspective*, "Corporate Governance: An International Review" 1993, vol. 1, no 1.

- Ho H., *Dividend policies in Australia and Japan*, "International Advances in Economic Research" 2003, vol. 9, no. 2.
- Horbaczewska B., *Wyплаты dla akcjonariuszy a wycena akcji na rynku kapitałowym*, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.
- Hung H., *A typology of the theories of the roles of governing boards*, "Corporate Governance: An International Review" 1998, vol. 6, no. 2.
- Jabłoński A., *Modele zrównoważonego rozwoju w budowie długoterminowej wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich społecznej odpowiedzialności*, Difin, Warszawa 2013.
- Jagannathan M., Stephens C. P., Weisbach M. S., *Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases*, "Journal of Financial Economics" 2000, vol. 57.
- Jensen G. R., Solberg D. P., Zorn T. S., *Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis" 1992, vol. 27, no. 2.
- Jensen M. C., *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, "American Economic Review" 1986, vol. 76, no. 2.
- Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, vol. 3, no. 4.
- Jensen M. C., Zajac E. J., *Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm*, "Strategic Management Journal" 2004, vol. 25.
- Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Jerzemowska M., Nogalski B., *Corporate governance in Polish holdings*, [w:] *In Search of Effective Corporate Governance*, Management Studies Center, Warszawa 2000.
- Jerzemowska M., Golec A., Zamojska A., *Corporate governance. BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Jeżak J., *Strategiczne zarządzanie przedsiębiorstwem. Studium koncepcji i doświadczeń amerykańskich oraz zachodnioeuropejskich*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1990.
- Jeżak J. (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Jeżak J. (red. nauk.), *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Jeżak J., Bohdanowicz L., *Rola i funkcje rady nadzorczej w grupie kapitałowej*, [w:] B. Nogalski, P. Walentynowicz (red.), *Zarządzanie w grupach kapitałowych: aspekty organizacyjne, finansowe, właścicielskie i personalne*, Wyd. Wyższej Szkoły Administracji i Biznesu im. E. Kwiatkowskiego w Gdyni, Gdynia 2004.
- Jeżak J., Bohdanowicz L., *Struktura i formy sprawowania władzy w polskich spółkach akcyjnych w ocenie przewodniczących rad nadzorczych badanych spółek*, [w:] J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- John K., Williams J., *Dividends, dilution and taxes: A signalling equilibrium*, "The Journal of Finance" 1985, vol. 40, issue 4.

- Johnson G., Scholes K., Whittington R., *Exploring Corporate Strategy. Text and Cases*, 7th ed., Prentice Hall, Harlow 2006.
- Johnson G., Scholes K., Whittington R., *Exploring Corporate Strategy*, 8th ed., Prentice Hall – Financial Times, Harlow 2008.
- Johnson J. L., Ellstrand A. E., Dalton D. R., Dalton C. M., *The influence of the financial press on stockholder wealth: The case of corporate governance*, "Strategic Management Journal" 2005, vol. 26.
- Johnson R., Soenen L., *Indicators of successful companies*, „European Management Journal” 2003, no. 3.
- Jungmann C., *The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems*, "Company and Financial Law Review" 2006, vol. 3, no. 4.
- Kaufman O., *Strategies of expansion and organizational developments in European and American firms*, "The Journal of Management Studies", February 1972.
- Kaźmierska-Jóźwiak B., *Czynniki polityki dywidendowej w warunkach polskich*, „Annales UMCS. Sectio H” 2014, t. 48, nr 3.
- Kiel G., Nicholson G., *Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance*, "Corporate Governance: An International Review" 2003, no. 3.
- Kisielnicki J., *Pojęcie „organizacja” w świetle rozwoju technologii informacyjno-komunikacyjnej (ICT)*, „Organizacja i Kierowanie” 2014, nr 1A.
- Koładkiewicz I., *Building a system of corporate governance in Poland. Initial experiences*, [w:] *In Search of Effective Corporate Governance*, Management Studies Center, Warszawa 2000.
- Koładkiewicz I., *Rada dyrektorów (rada nadzorcza) jako podstawowy wewnętrzny mechanizm nadzoru korporacyjnego* [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz, Ład korporacyjny, Oficyna, Warszawa 2011.
- Koładkiewicz I., *Rady nadzorcze – dobre praktyki ładu korporacyjnego. Doświadczenia polskie i zagraniczne*, Wyd. Poltext, Warszawa 2013.
- Kor Y. Y., *Direct and interaction effects of top management team and board composition on R&D investment strategy*, "Strategic Management Journal" 2006, vol. 27.
- Kosnik R. D., *Greenmail: A study of board performance in corporate governance*, "Administrative Science Quarterly" 1987, vol. 32, no. 2.
- Kowerski M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, Konsorcjum Akademickie, Kraków–Rzeszów–Zamość 2011.
- Krupski R., *Zasoby niematerialne jako główny składnik strategii przedsiębiorstwa działającego w turbulentnym otoczeniu*, „Organizacja i Kierowanie” 2014, nr 1A.
- Kusak A., *Jakie są finansowe konsekwencje podziału zysku netto?*, „Biuletyn Rachunkowości i Finansów” 2006, nr 17.
- La Porta R., Lopez-de-Sin角度s F., Shleifer A., Vishny R., *Agency problems and dividends policies around the world*, "Journal of Finance" 2000, vol. 55, no. 1.
- La Porta R., Lopez-de-Sin角度s F., Shleifer A., Vishny R., *Investor protection and corporate governance*, "Journal of Financial Economics" 2000, vol. 58.

- Lachiewicz S., *Rola i zasady funkcjonowania zarządu w strukturze spółki akcyjnej* [w:] J. Jeżak (kier. nauk.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach akcyjnych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Lado A. A., Boyd N. G., Wright P., Kroll M., *Paradox and Theorizing Within the Resource-Based View*, "Academy of Management Review" 2006, vol. 31, no. 1.
- Le V. T., Buck T., *State ownership and listed firm performance: A universally negative governance relationship?*, "Journal of Management and Governance" 2011, vol. 15, no. 2.
- Lee P., O'Neill H., *Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: Agency and stewardship perspectives*, "Academy of Management Journal" 2003, no. 2.
- Levitt T., *The globalization of markets*, "Harvard Business Review", May–June 1983.
- Lintner J., *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes*, "American Economic Review" 1959, vol. 46, no. 2.
- Lintner J., *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations*, "The Review of Economics and Statistics" 1962, vol. 44, no. 2.
- Lis K., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2005.
- Lomi A., Larsen E. R., *Interacting locally and evolving globally: A computational approach to the dynamics of organizational populations*, "Academy of Management Journal" 1996, vol. 39.
- Lu J. W., Beamish P. W., *International diversification and firm performance: The S-curve hypothesis*, "Academy of Management Journal" 2004, vol. 47.
- Lynch R., *Corporate strategy*, Prentice Hall, Harlow 2000.
- Maassen G. F., *An International Comparison of Corporate Governance Models. A Study on the Formal Independence and Convergence of One-Tier and Two-Tier Corporate Boards of Directors in the United States of America, the United Kingdom and the Netherlands*, Spencer Stuart, Amsterdam 2002.
- Mace M. L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston 1971.
- Mason E. S., *Price and production policies of large scale enterprises*, "American Economic Review" 1939, vol. 29.
- Marcinkowska M., *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014.
- Matyjas Z., *Industry and firm influences on performance: Evidence from Polish public firms*, "Journal of Management Policy and Practice" 2014, vol. 15 (2).
- Maury C. B., Pajuste A., *Controlling shareholders. Agency problems and dividend policy in Finland*, "The Finnish Journal of Business Economics" 2002, vol. 1.
- Mayer C., *Nadzór nad działalnością spółek w gospodarce rynkowej i w gospodarce okresu transformacji*, [w:] M. Hessel (red.), *W poszukiwaniu skutecznej rady, czyli o kontroli spółek akcyjnych w gospodarce rynkowej*, Wyd. Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1995.
- McTavish R., *One more time: What business are you in?*, "Long Range Planning" 1995, vol. 28.
- Melewar T., Mott A., *Is the French model of capitalism becoming more like the Anglo-Saxon model?*, "Journal of General Management" 2003, vol. 28, no. 4.
- Miles W., *The Renaissance of the portfolio*, [w:] C. W. Stern, M. S. Daimler (eds.), *The Boston Consulting Group on Strategy*, Wiley, Hoboken 2006.

- Miller M., Modigliani F., *Dividend policy, growth and the valuation of shares*, "Journal of Business" 1961, vol. 34, no. 4.
- Miller M., Rock K., *Dividend policy under asymmetric information*, "Journal of Finance" 1985, vol. 40.
- Millet-Reyes B., Zhao R., *A comparison between one-tier and two-tier board structures in France*, "Journal of International Financial Management and Accounting" 2010, vol. 21, no. 3.
- Mintzberg H., *Of strategies: Deliberate and emergent*, "Strategic Management Journal" 1985, no. 6.
- Mintzberg H., *Patterns in strategy formation*, "Management Science" 1978, vol. 24.
- Mintzberg H., *Power In and Around Organizations*, Prentice-Hall, Englewoods, New York 1983.
- Morck R., Steier L., *The global history of corporate governance: An introduction*, [w:] R. Morck (ed.), *A History of Corporate Governance Around the World*, The University of Chicago Press, Chicago 2005.
- Myers S. C., *The Capital Structure Puzzle*, "Journal of Finance" 1984, vol. 39, no. 3.
- Myers S. C., Majluf N. S., *Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, "Journal of Financial Economics" 1994, vol. 13.
- Nartowski A. S., *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW. Podręcznik*, „Przegląd Corporate Governance” 2008, numer specjalny.
- Nartowski A. S., *Zmierzch dwupłatowców?*, „Gazeta Bankowa”, 28.02.2002.
- Neubauer F., Steger U., Rädler G., *The Daimler/Chrysler merger: The involvement of the boards*, "Corporate Governance: An International Review" 2000, vol. 8, no. 4.
- Niemczyk J., *Strategia. Od planu do sieci*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2013.
- Nooteboom B., *Voice- and exit-based forms of corporate control: Anglo-American, European, and Japanese*, "Journal of Economic Issues" 1999, vol. 13, no. 4.
- O’Neal D., Thomas H., *Developing the Strategic Board*, "Long Range Planning" 1996, vol. 29, no. 3.
- Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Warszawa 2004.
- Ostaszewski J., Cicirko T., *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2005.
- Osterwalder A., Pigneur Y., *Bussiness Model Generation*, John Wiley & Sons, New York 2010.
- Pahl R. E., Winlker J. T., *The economic elite: Theory and practice*, [w:] P. Stanworth, A. Giddens (eds.), *Elites and Power in British Society*, Cambridge University Press, Cambridge 1974.
- Pawlak M., *Działalność rady nadzorczej w spółce akcyjnej na przykładzie doświadczeń niemieckich*, Wyd. Uczelniane Politechniki Lubelskiej, Lublin 1996.
- Petrasek L., *Do transparent firms pay out more cash to shareholders? Evidence form international cross-listing*, "Financial Management", Fall 2012.
- Pettigrew A., *On studying managerial elites*, "Strategic Management Journal" 1992, vol. 13, no. S2.
- Pfeffer J., Salancik G., *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York 1978.
- Pieloch A., *Rozważania nad substytucyjnością wypłaty dywidendy pieniężnej i wykupu akcji własnych na przykładzie polskich spółek publicznych*, „Folia Oeconomica” 2011, nr 256.
- Pieloch A., *Zysk netto jako źródło finansowania wykupu i umorzenia akcji własnych spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Folia Oeconomica” 2010, vol. 236.

- Polowczyk J., *Zarządzanie strategiczne w przedsiębiorstwie w ujęciu behawioralnym*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2012.
- Porter M. E., *The contributions of industrial organization to strategic management*, "Academy of Management Review" 1981, vol. 6.
- Porter M. E., *The structure within industries and companies' performance*, "The Review of Economics and Statistics" 1979, vol. 61.
- Postuła I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, ABC a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
- Pugliese A., Bezemer P.-J., Zattoni A., Huse M., Van den Bosch F., Volberda H., *Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda*, "Corporate Governance: An International Review" 2009, vol. 17, no. 3.
- Prahalad C. K., Hamel G., *The core competence of the corporation*, "Harvard Business Review", May-June 1990.
- Quigley T. J., Hambrick D. C., *When the former CEO stays on as board chair: Effects on successor discretion, strategic change, and performance*, "Strategic Management Journal" 2012, vol. 33.
- Quinn J. B., *Strategic Change: „Logical Incrementalism”*, "Sloan Management Review", Fall 1978.
- Rajan R. G., Zingales L., *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, "Journal of Finance" 1995, vol. 50, no. 5.
- Raghunathan S. P., *A refinement of the entropy measure of firm diversification: Toward definitional and computational accuracy*, "Journal of Management" 1995, vol. 21, no. 5.
- Reeb D. M., Kwok C. Y., Baek Y., *Systematic risk of the multinational corporation*, "Journal of International Business Studies" 1998, vol. 29.
- Reger R. K., Wiseman R. M., *Strategic Management. Creating Competitive Advantages*, McGraw-Hill, New York 1996.
- Renneboog L., Szilagyi P. G., *How relevant is dividend policy under low shareholder protection?*, "CentER Discussion Paper Series" 2006, vol. 73.
- Rindova V., *What corporate boards have to do with strategy: A cognitive perspective*, "Journal of Management Studies" 1999, vol. 36.
- Roe M. J., *Codetermination and German securities markets*, [w:] M. Blair, M. J. Roe (eds.) *Employees and Corporate Governance*, Brookings Institution, Washington 2010.
- Rogatko M., *Rola i pozycja rady nadzorczej w spółkach giełdowych w Polsce*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów nr 132, Warszawa 2013.
- Rose C., *The composition of the semi-two-tier corporate boards and firm performance*, "Corporate Governance: An International Review" 2005, vol. 13, no. 5.
- Rosenstein J., *Why don't U.S. boards get more involved in strategy*, "Long Range Planning" 1987, vol. 20, no. 3.
- Rozeff M., *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, "Journal of Financial Research" 1982, vol. 5, no. 3.
- Rudolf S., *Przedstawicielstwo pracownicze w organach nadzoru korporacyjnego – tendencje zmian*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.

- Rudolf S., *Udział przedstawicieli załogi w radach nadzorczych spółek w nowych krajach Unii Europejskiej*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
- Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Rudolf S. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
- Rugman A., Hodgetts R., *The end of global strategy*, "European Management Journal" 2001, vol. 19, issue 4.
- Rumelt R. P., *Dobra strategia. Zła strategia. Czym się różnią i jakie to ma znaczenie*, przekł. M. Kowalczyk, M. Piotrowska, Wyd. MT Biznes, Warszawa 2013.
- Rumelt R. P., *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard University, Boston 1974.
- Siemiątkowski T., *System monistyczny ładu korporacyjnego – krok ku przyszłości*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 11.
- Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków 1999.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1998.
- Sigismund-Huff A., Floyd S. W., Sherman H. D., Terjesen S., *Zarządzanie strategiczne. Podejście zasobowe*, przekł. M. Jania, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Skat-Rordam P., *Zmiany decyzji strategicznych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Słoński T., *Analiza wpływu wspomaganego długiem wykupu akcji (LBO) na wartość spółki*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2012.
- Sołtyński S., *Corporate Boards in Poland*, [w:] P. Davis, K. J. Hopt, R. Nowak, J. van Solinge (eds.), *Corporate Boards in Law and Practices: A Comparative Analysis in Europe*, Oxford University Press, Oxford 2013.
- Spisto M., *Unitary board and two-tiered board for the new South Africa?*, "International Review of Business Research Papers" 2005, vol. 1, no. 2.
- Stabryła A., *Metodyka projektowania strategii zarządzania*, [w:] A. Potocki (red.), *Mechanizmy i obszary przeobrażeń w organizacjach*, Wyd. Centrum Doradztwa i Informacji, Difin, Warszawa 2007.
- Stabryła A., *Model wyboru strategii zarządzania przedsiębiorstwem z uwzględnieniem wskaźników wykonalności*, [w:] J. Skalik, G. Bełz (red.), *Strategiczne i operacyjne problemy rozwoju i wzrostu przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- Sullivan D., *Measuring the degree of internationalization of a firm*, „Journal of International Business Studies” 1994, no. 2.
- Szewc-Rogalska A., *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wyd. Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2012.

- Szuldryński K., Koładkiewicz I., Magda T., *Rady nadzorcze 2014. Skuteczność rad nadzorczych w spółkach publicznych notowanych na GPW. Badanie 2011–2012*, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2014.
- Tallman S., *Global strategic management*, [w:] M. A. Hitt, R. E. Freeman, J. S. Harrison (eds.), *Handbook of Strategic Management*, Blackwell, London 2001.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M., *Własność i kontrola polskich korporacji*, „Organizacja i Kierowanie” 2001, nr 2.
- Tihanyi L., Johnson R. A., Hoskisson R. E., Hitt M. A., *Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity*, “Academy of Management Journal” 2003, vol. 46.
- The European Commission, *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, 23 September 2009.
- Thompson A. A., Strickland A. J., *Crafting and Implementing Strategy. Text and Readings*, 10th ed., Irwin/McGraw-Hill, Boston MA 1998.
- Tricker B., *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2009.
- Tricker B., *Essential for Board of Directors*, Bloomberg Press, New York 2009.
- Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menadżerów*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Urbanowska-Sojkin E., *Informacyjne uwarunkowania wyborów strategicznych*, [w:] E. Urbanowska-Sojkin (red.), *Podstawy wyborów strategicznych w przedsiębiorstwach*, PWE, Warszawa 2011.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz.U. 2002, nr 76, poz. 694 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037.
- Vafeas N., *Board meeting frequency and firm performance*, “Journal of Financial Economics” 1999, vol. 53, no. 1.
- Van Bekkum J., Hijink J., Schouten M., Winter J., *Corporate governance in the Netherlands*, “Electronic Journal of Comparative Law” 2010, vol. 13, no. 3, <http://www.ejcl.org/143/art143-17.pdf> [dostęp: 15.04.2013].
- Weimer J., Pape J. C., *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, “Corporate Governance: An International Review” 1999, vol. 7, no. 2.
- Wernerfelt B., *A Resource Based Perspective*, “Strategic Management Journal” 1984, vol. 5, no. 2 (April–June).
- Witt P., *Corporate Governance im Wandel*, „ZFO Zeitschrift Führung und Organisation“ 2000, Nr. 3.
- Wójtowicz P., *Wiarygodność sprawozdań finansowych wobec aktywnego kształtowania wyniku finansowego*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.
- Woo C. Y. Y., Cooper A. C., *Strategies of effective low share businesses*, “Strategic Management Journal” 1981, vol. 2.
- Wypych M., *Nadzór właścicielski a polityka dywidend w polskich spółkach publicznych*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa z teorii i praktyki zarządzania*, Wyd. Naukowe Novum, Płock 2002.

- Wypych M., *Strategia wysokich dywidend na przykładzie polskich spółek giełdowych*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2008, nr 9.
- Yoshikawa T., Phan P. H., *The effects of ownership and capital structure on board composition and strategic diversification in Japanese corporations*, "Corporate Governance: An International Review" 2005, vol. 13.
- Yoshimori M., *Whose company is it? The concept of the corporation in Japan and West*, "Long Range Planning" 1995, vol. 28, no. 4.
- Zahra S., Pearce J., *Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model*, "Journal of Management" 1989, vol. 15, no. 2.
- Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), 2005/162/WE.
- Zalega K., *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003.
- Zhang Y., Li X., *Ownership structure and corporate diversification*, "Business and Politics" 2006, vol. 8, issue 1.

ANEKS

Kwestionariusz ankiety

Zadajemy Panu (Pani) poniższe pytania, gdyż chcemy poznać opinie osób mających różne doświadczenie w sprawowaniu nadzoru. Żadne z danych, które uzyskamy w wyniku tego badania, nie zostaną nigdy udostępnione osobom postronnym i nie będą publikowane w innej formie niż zestawienie zbiorcze. Uniemożliwi to identyfikację osób biorących udział w badaniu.

Część A. Rola rady nadzorczej w kreowaniu strategii spółki

- 1. Jaka jest Pana/Pani zdaniem główna orientacja w zarządzaniu działalnością polskich spółek akcyjnych? Proszę zakreślić jedno założenie.**
 - a) maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy
 - b) zrównoważona maksymalizacja wartości dla różnych interesariuszy (akcjonariuszy, pracowników, klientów, dostawców, banków itp.)
- 2. Czy Pana/Pani zdaniem kryzys finansowy wpłynął na postrzeganie głównej orientacji w zarządzaniu działalnością polskich spółek akcyjnych?**
 - a) tak
 - b) nie
- 3. Kto – zdaniem Pana/Pani – powinien odpowiadać za kreowanie wizji i misji spółki? Proszę wskazać jedną odpowiedź.**
 - a) dominujący akcjonariusze
 - b) wyłącznie rada nadzorcza
 - c) wyłącznie zarząd
 - d) wspólnie dominujący akcjonariusze, rada nadzorcza i zarząd
 - e) wspólnie dominujący akcjonariusze i rada nadzorcza
 - f) wspólnie dominujący akcjonariusze i zarząd

4. Który z modeli wyboru strategii dominuje w reprezentowanej przez Pana/Panią spółce? *Proszę wskazać jedną odpowiedź.*

- a) warianty strategii przygotowuje zarząd, rada nadzorcza pozostawia mu pełną swobodę w ich wyborze i realizacji, a ocenia tylko wyniki finansowe
- b) warianty strategii przygotowuje zarząd, a następnie rada nadzorcza bierze udział w ich uzupełnieniu
- c) warianty strategii przygotowują wspólnie rada nadzorcza i zarząd
- d) inny model – jaki?
-
-
-

5. Kto – zdaniem Pana/Pani – powinien mieć decydujący głos w procesie wyboru strategii spółki? *Proszę wskazać jedną odpowiedź.*

- a) dominujący akcjonariusze
- b) wyłącznie rada nadzorcza
- c) wyłącznie zarząd
- d) wspólnie dominujący akcjonariusze, rada nadzorcza i zarząd
- e) wspólnie dominujący akcjonariusze i rada nadzorcza
- f) wspólnie dominujący akcjonariusze i zarząd

6. Kto – zdaniem Pana (Pani) – powinien mieć decydujący głos przy wyborze sposobu realizowania strategii spółki? *Proszę wskazać jedną odpowiedź.*

- a) dominujący akcjonariusze
- b) wyłącznie rada nadzorcza
- c) wyłącznie zarząd
- d) wspólnie dominujący akcjonariusze, rada nadzorcza i zarząd
- e) wspólnie dominujący akcjonariusze i rada nadzorcza
- f) wspólnie dominujący akcjonariusze i zarząd

7. Proszę ocenić rolę, jaką Pana/Pani zdaniem, powinna odgrywać rada nadzorcza na różnych etapach procesu zarządzania strategicznego. *Proszę zaznaczyć x w każdym z wierszy.*

| Etap procesu zarządzania strategicznego | Rola rady nadzorczej | | | |
|--|----------------------|---------------|------------|---------------|
| | Inicjowanie | Zatwierdzenie | Realizacja | Monitorowanie |
| Analiza makrootoczenia ekonomicznego i konkurencyjnego spółki | | | | |
| Analiza zasobów i umiejętności spółki | | | | |
| Formułowanie wizji strategicznej, misji i celów strategicznych | | | | |

| Etap procesu zarządzania strategicznego | Rola rady nadzorczej | | | |
|--|----------------------|---------------|------------|---------------|
| | Inicjowanie | Zatwierdzenie | Realizacja | Monitorowanie |
| Rozwój opcji strategicznych (wariantów strategii) | | | | |
| Selekcja opcji strategicznych | | | | |
| Dopasowanie struktury organizacyjnej do przyjętej strategii | | | | |
| Przegląd nowych informacji na temat otoczenia i korekta opcji strategicznych | | | | |
| Wdrażanie strategii | | | | |

8. W Polsce funkcjonuje dwupoziomowy model organów statutowych (rada nadzorcza i zarząd), natomiast w krajach anglosaskich – model jednopoziomowy (rada dyrektorów, *board of directors*). Proszę ocenić funkcjonowanie polskiego modelu i wybrać jedną odpowiedź.

- a) model dwupoziomowy jest odpowiedni dla polskich spółek
- b) model jednopoziomowy byłby lepszy dla polskich spółek
- c) ustawodawca powinien wprowadzić do polskiego prawa możliwości wyboru przez spółki (walne zgromadzenie) modelu jednopoziomowego albo modelu dwupoziomowego
- d) nie mam zdania

9. Które z aktualnych trendów ładu korporacyjnego mogą – zdaniem Pana/ Pani – przyczynić się do poprawy skuteczności rad nadzorczych w procesie wyboru najlepszej strategii oraz w doradzaniu zarządowi przy wyborze nowych rozwiązań biznesowych? Proszę ocenić w skali od 1 do 5.

| Zadanie | Min. | | | → | Max. |
|--|------|---|---|---|------|
| Udział w radach nadzorczych niezależnych członków | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Udział w radach nadzorczych przedstawicieli pracowników | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Zwiększenie zróżnicowania rad pod względem płci | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Wzmocnienie komitetów rady ds. audytu wewnętrznego | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Powoływanie komitetów ds. strategii | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Ustanowienie wynagrodzenia członków rady uzależnionego od wyników spółki | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Samocena (ocena indywidualnej efektywności) członków rad | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Inne – jakie ? | | | | | |
| | | | | | |
| | | | | | |

- 10. Ile czasu – Pana/Pani zdaniem – poświęcają rady nadzorcze polskich spółek na realizowanie poszczególnych funkcji, a ile powinny go poświęcić? Proszę oszacować procentowo w oparciu o własne doświadczenie menedżerskie lub nadzorcze.**

| Funkcja | Poświęcają | Powinny poświęcić |
|---|------------|-------------------|
| a) nadzorowanie działalności spółki w zakresie przewidzianym przez Kodeks spółek handlowych (art. 382 k.s.h.) | | |
| b) ocena działań zarządu i ewentualne decyzje personalne dotyczące zarządu (art. 383 k.s.h.), | | |
| c) doradzanie zarządowi, w tym opiniowanie planów działalności spółki | | |
| d) inicjowanie nowych rozwiązań i nowych strategii działania | | |
| Razem | 100% | 100% |

- 11. Które z niżej wymienionych mierników oceny działalności spółek są – zdaniem Pana/Pani – najbardziej przydatne (najważniejsze) do oceny pracy zarządów? Proszę wskazać cztery najważniejsze wskaźniki.**

| | | |
|---|---------------------------------------|---|
| a) Zysk na 1 akcję (EPS) | b) Wzrost wartości akcji | c) Całkowity zwrot dla akcjonariuszy (TSR) |
| d) Wskaźnik wartość rynkowa/wartość księgową (P/BV) | e) Ekonomiczna wartość dodana (EVA) | f) Wartość spółki/zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EV/EBITDA) |
| g) Wskaźnik cena do zysku na akcje (P/E) | h) Rentowność kapitału własnego (ROE) | i) Rentowność aktywów (ROA) |
| j) Inny – jaki? | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |

- 12. W jakim zakresie – Pana/Pani zdaniem – rada nadzorcza powinna wypełniać poniższe czynności? Proszę ocenić w skali od 1 do 5.**

| Zadanie | Min. | — | — | ► | Max. |
|---------------------------------|------|---|---|---|------|
| Ocenianie wyników pracy zarządu | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Zatwierdzanie strategii spółki | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Wybór nowych członków zarządu | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |

| Zadanie | Min. | — | — | → | Max. |
|---|------|---|---|---|------|
| Ustalanie wynagrodzenia członków zarządu | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Monitorowanie najważniejszych decyzji zarządu | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Zapewnienie wzrostu wartości rynkowej spółki | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Zapewnienie akcjonariuszom dywidend | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Kontrolowanie skali zadłużenia w spółce | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Dbanie o reputację spółki | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Udział w procesie formułowania strategii spółki | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Planowanie sukcesji personalnej zarządu | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Udział w procesie planowania inwestycji w spółce | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Nadzorowanie programu rozwoju menedżerów w spółce | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Mediacje pomiędzy zarządem a grupami interesu (akcjonariuszami, pracownikami, bankami i innymi wierzycielami, samorządami lokalnymi itd.) | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |

Część B. Doświadczenie respondenta w sprawowaniu nadzoru nad spółkami

1. W ilu radach nadzorczych spółek giełdowych zasiada Pan/Pani obecnie?

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 i więcej |
|---|---|---|---|---|------------|

2. Do jakiego sektora (zgodnie z klasyfikacją Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie) należy nadzorowana przez Pana/Panią Spółka (Spółki)? W wolne miejsca proszę wpisać liczbę spółek, których odpowiedź dotyczy.

| | | |
|------------------------------|--------------------------------------|--|
| a) Banki (.....) | b) Budownictwo (.....) | c) Deweloperzy (.....) |
| d) Energetyka (.....) | e) Finanse inne (.....) | f) Handel detaliczny (.....) |
| g) Handel hurtowy (.....) | h) Hotele i Restauracje (.....) | i) Informatyka (.....) |
| j) Media (.....) | k) Przemysł chemiczny (.....) | l) Przemysł drzewny (.....) |
| m) Przemysł drzewny (.....) | n) Przemysł elektromaszynowy (.....) | o) Przemysł farmaceutyczny (.....) |
| p) Przemysł inne (.....) | r) Przemysł lekki (.....) | s) Przemysł materiałów budowlanych (.....) |
| t) Przemysł metalowy (.....) | u) Przemysł motoryzacyjny (.....) | w) Przemysł paliwowy (.....) |

| | | |
|----------------------------------|----------------------------------|---|
| x) Przemysł spożywczy (.....) | y) Przemysł surowcowy (.....) | z) Przemysł tworzyw sztucz- nych (.....) |
| aa) Rynek kapitałowy (.....) | bb) Telekomunikacja (.....) | cc) Ubezpieczenia (.....) |
| dd) Usługi inne (.....) | | |

3. Jaka jest wartość aktywów razem (zgodnie z ostatnim kwartalnym, jednostkowym bilansem) nadzorowanej przez Pana/Panią Spółki (Spółek) – w mln zł? *W wolne miejsca proszę wpisać liczbę spółek, których odpowiedź dotyczy.*

| | | | |
|--------------------------|----------------------------|------------------------------|----------------------------|
| a) Poniżej 50 (.....) | b) Od 50 do 200 (.....) | c) Od 200 do 1000 (.....) | d) Powyżej 1000 (.....) |
|--------------------------|----------------------------|------------------------------|----------------------------|

4. Jaki jest łącznie bezpośredni i pośredni udział we własności nadzorowanej przez Pana/Panią Spółki największego akcjonariusza? *Proszę wskazać jedną odpowiedź. W wolne miejsca proszę wpisać liczbę spółek, których odpowiedź dotyczy.*

| | | | | |
|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Poniżej 10% (.....) | Od 10 do 20% (.....) | Od 20 do 30% (.....) | Od 30 do 40% (.....) | Od 40 do 50% (.....) |
| Od 50 do 60% (.....) | Od 60 do 70% (.....) | Od 70 do 80% (.....) | Od 80 do 90% (.....) | Od 90 do 100% (.....) |

5. Przez kogo został Pan/Pani powołany (powołana) do Rady Nadzorczej? *W wolne miejsca proszę wpisać liczbę spółek, których odpowiedź dotyczy.*

- a) akcjonariusza większościowego (.....)
- b) akcjonariusza mniejszościowego (akcjonariuszy mniejszościowych) (.....)
- c) pracowników (.....)
- d) jestem niezależnym członkiem rady (.....)
- e) kogoś innego (*Proszę wpisać kogo*)

6. Czy sprawuje Pan/Pani obecnie w Radzie Nadzorczej jakąś funkcję? *W wolne miejsca proszę wpisać liczbę spółek, których odpowiedź dotyczy.*

- a) tak, Przewodniczącego Rady Nadzorczej (.....)
- b) tak, Zastępcy Przewodniczącego Rady Nadzorczej (.....)
- c) tak, Sekretarza Rady Nadzorczej (.....)
- d) tak, Przewodniczącego lub członka Komitetu Audytu (.....)
- e) tak, Przewodniczącego lub członka innego komitetu Rady (.....) – proszę wpisać jego nazwę:
- f) nie (.....)

7. W ilu łącznie radach nadzorczych zasiadał Pan/Pani? Proszę podać liczbę spółek giełdowych i pozagiełdowych, w których radach zasiadał Pan/Pani łącznie wcześniej i obecnie.

.....

8. W którym roku został Pan/Pani po raz pierwszy powołany (powołana) do rady nadzorczej jakiegokolwiek spółki kapitałowej?

.....

9. Ile posiedzeń odbyła Rada Nadzorcza, w której Pan/Pani zasiada w ostatnim roku? W wolne miejsca proszę wpisać liczbę spółek, których odpowiedź dotyczy.

- a) 4 (.....)
- b) od 5 do 8 (.....)
- c) od 9 do 12 (.....)
- d) powyżej 12 (.....)

10. Czym zajmuje się Pan/Pani poza udziałem w pracach Rady Nadzorczej (Rad Nadzorczych) Spółki (Spółek)? Do której/których z poniższych grup zaliczyłby (zaliczyłaby) Pan/Pani siebie? Proszę zakreślić tyle odpowiedzi, ile uzna Pan/Pani za stosowne.

- a) inwestor giełdowy
 - b) indywidualny przedsiębiorca
 - c) członek zarządu spółki
 - d) menedżer wyższego szczebla niebędący członkiem zarządu
 - e) pracownik przedsiębiorstwa spółki
 - f) pracownik wyższej uczelni
 - g) urzędnik państwowy
 - h) prawnik prowadzący praktykę
 - i) menedżer firmy konsultingowej
 - j) pracownik banku, funduszu emerytalnego, funduszu inwestycyjnego lub innej instytucji finansowej
 - k) zawodowy członek rady nadzorczej
 - l) inna grupa – jaka?
-

11. Jakie ma Pan/Pani wykształcenie? Jeśli posiada Pan (Pani) wykształcenie w dwóch kierunkach, to proszę zakreślić oba.

- a) wyższe techniczne
- b) wyższe ekonomiczne
- c) wyższe w zakresie nauk o zarządzaniu

- d) wyższe prawnicze
- e) wyższe w innym zakresie
- f) inne – jakie?
-
-

UWAGI RESPONDENTA:

Spis tabel i rysunków

Tabele

| | |
|---|-----|
| 1. Podstawowe paradoksy w strategii przedsiębiorstwa..... | 28 |
| 2. Podejście portfelowe a bazujące na kompetencjach w zarządzaniu korporacjami.. | 37 |
| 3. Badania w zakresie strategii korporacji – mapa literatury | 41 |
| 4. Kierunki wzrostu przedsiębiorstwa poprzez dywersyfikację..... | 42 |
| 5. Strategie na poziomie korporacji firm z listy Fortune 500 (w %)..... | 43 |
| 6. Strategie na poziomie korporacji dużych spółek europejskich (w %) | 43 |
| 7. Motywy przeprowadzenia skupu akcji przez polskie spółki giełdowe w latach 2005–2010 | 60 |
| 8. Podstawowe różnice pomiędzy modelem jednopoziomowym i modelem dwupo- ziomowym | 74 |
| 9. Organizacja organów statutowych spółek w Unii Europejskiej..... | 83 |
| 10. Organizacja organów statutowych spółek w krajach pozaeuropejskich | 84 |
| 11. Przedstawiciele pracowników w różnych modelach organów statutowych w Europie | 90 |
| 12. Funkcje organów statutowych – porównanie w różnych opracowaniach..... | 94 |
| 13. Najważniejsze zadania rad dyrektorów – wyniki badań D. O’Neala i H. Thomasa | 104 |
| 14. Najważniejsze zadania polskich rad nadzorczych według M. Rogatko..... | 108 |
| 15. Najważniejsze zadania polskich rad nadzorczych | 115 |
| 16. Przewodniczący rady nadzorczej powinien włączać się w realizację najważniej- szych decyzji strategicznych w spółce | 116 |
| 17. Zmienne badawcze..... | 122 |
| 18. Statystyki deskryptywne | 126 |
| 19. Macierz korelacji | 127 |
| 20. Wyniki modelu 1 – strategia dywersyfikacji | 127 |
| 21. Wyniki modelu 1 – strategia internacjonalizacji | 128 |
| 22. Wykształcenie respondentów | 133 |
| 23. Profile zawodowe respondentów | 134 |
| 24. Makrosektory spółek nadzorowanych przez respondentów..... | 134 |
| 25. Wartość aktywów razem spółek nadzorowanych przez respondentów (w mln zł) ... | 135 |
| 26. Kogo reprezentowali w radach respondenci? | 135 |
| 27. Funkcje pełnione przez respondentów w radach nadzorczych | 136 |

| | |
|---|-----|
| 28. Jaki jest łącznie bezpośredni i pośredni udział we własności nadzorowanej przez Pana/Panią spółki największego akcjonariusza? | 137 |
| 29. Ile posiedzeń odbyły rady nadzorcze, w których zasiadali respondenci w ostatnim roku? | 137 |
| 30. Doświadczenie respondentów: łączna liczba rad, w których respondenci sprawowali funkcje nadzorcze | 139 |
| 31. Doświadczenie respondentów: lata, w których respondenci po raz pierwszy zasiadli w radzie nadzorczej jakiegokolwiek spółki..... | 139 |
| 32. Relacje pomiędzy opiniami na temat głównej orientacji polskich spółek publicznych a wpływem na nią kryzysu finansowego | 142 |
| 33. Wyniki badań na temat zmian polskiego modelu organów statutowych..... | 144 |
| 34. Wyniki badań na temat zmian polskiego modelu organów statutowych – podział odpowiedzi ze względu na wykształcenie respondentów | 145 |
| 35. Wyniki badań na temat zmian polskiego modelu organów statutowych – podział odpowiedzi ze względu na doświadczenie respondentów | 146 |
| 36. Ile czasu, zdaniem respondentów, poświęcają rady nadzorcze polskich spółek na realizowanie poszczególnych funkcji, a ile powinny go poświęcać?..... | 148 |
| 37. Najważniejsze zadania rad nadzorczych polskich spółek publicznych | 149 |
| 38. Najważniejsze zadania rad nadzorczych polskich spółek publicznych – porównanie wyników badań z lat 2005 i 2013..... | 150 |
| 39. Działania rad nadzorczych w poszczególnych fazach procesu zarządzania strategicznego | 152 |
| 40. Działania rad nadzorczych w poszczególnych fazach procesu zarządzania strategicznego | 153 |
| 41. Odpowiedzialność za wizję i misję spółki..... | 154 |
| 42. Kto powinien mieć decydujący głos w procesie wyboru strategii spółki? | 155 |
| 43. Kto powinien mieć decydujący głos przy wyborze sposobu realizowania strategii spółki? | 155 |
| 44. Który z modeli wyboru strategii dominuje w reprezentowanej przez Pana/Panią spółce?..... | 156 |
| 45. Które z aktualnych trendów ładu korporacyjnego mogą przyczynić się do poprawy skuteczności rad nadzorczych w procesie wyboru najlepszej strategii oraz w doradzaniu zarządom przy wyborze nowych rozwiązań biznesowych? | 157 |
| 46. Które z mierników oceny działalności spółek są najbardziej przydatne (najważniejsze) do oceny pracy zarządów? | 159 |
| 47. Relacje pomiędzy postrzeganiem znaczenia mierników oceny zarządów a udziałem we własności największego akcjonariusza w spółkach nadzorowanych przez respondentów..... | 159 |

Rysunki

| | |
|--|----|
| 1. Proces projektowania strategii spółki (według R. Lyncha) | 21 |
| 2. Podstawowe czynności składające się na formułowanie strategii | 22 |
| 3. Piramida poziomów decyzji strategicznych | 34 |

| | |
|--|-----|
| 4. Problematyka zakresu decyzji strategicznych na poziomie korporacji | 40 |
| 5. Wzorce internacjonalizacji sektorów | 45 |
| 6. Grupy zainteresowane podziałem zysku netto w przedsiębiorstwie | 51 |
| 7. Polityka dywidend a cykl życia przedsiębiorstwa | 57 |
| 8. Wyплаты dywidendy i wykup akcji własnych na rynku amerykańskim przez spółki z grupy S&P 500 (mln dol.) | 63 |
| 9. Rada dyrektorów składająca się tylko z członków wewnętrznych..... | 80 |
| 10. Rada dyrektorów, w której większość stanowią członkowie wewnętrzni..... | 80 |
| 11. Rada dyrektorów, w której większość stanowią członkowie zewnętrzni..... | 81 |
| 12. Rada dyrektorów, która składa się wyłącznie z członków zewnętrznych | 81 |
| 13. Struktura organów statutowych chińskich spółek publicznych | 86 |
| 14. Podstawowe funkcje rad spółek według B. Trickera..... | 101 |
| 15. Na realizację jakich funkcji rady poświęcają najwięcej czasu? (badania B. Trickera) | 106 |
| 16. Na realizację jakich funkcji rady powinny poświęcać najwięcej czasu? (badania B. Trickera) | 106 |
| 17. Jak zmieniłbyś strukturę swojego czasu poświęconego na pracę w radzie?..... | 107 |
| 18. Funkcje rad nadzorczych badanych spółek – wyniki badań J. Jeżaka i L. Bohdanowicza | 112 |
| 19. Czy rada powinna być organem doradczym dla zarządu (opinia przewodniczących badanych rad) | 113 |
| 20. Czy rada powinna być inicjatorem nowych strategii działania spółki (opinia przewodniczących badanych rad)..... | 114 |
| 21. Liczba rad nadzorczych spółek publicznych, w których respondenci pełnili funkcje nadzorcze w trakcie prowadzenia badania | 138 |
| 22. Główna orientacja w zarządzaniu działalnością polskich spółek publicznych (według opinii członków rad nadzorczych) | 141 |
| 23. Wpływ kryzysu finansowego na główną orientację spółek | 142 |
| 24. Liczba rad nadzorczych spółek publicznych, w których respondenci pełnili funkcje nadzorcze w trakcie prowadzenia badania | 147 |