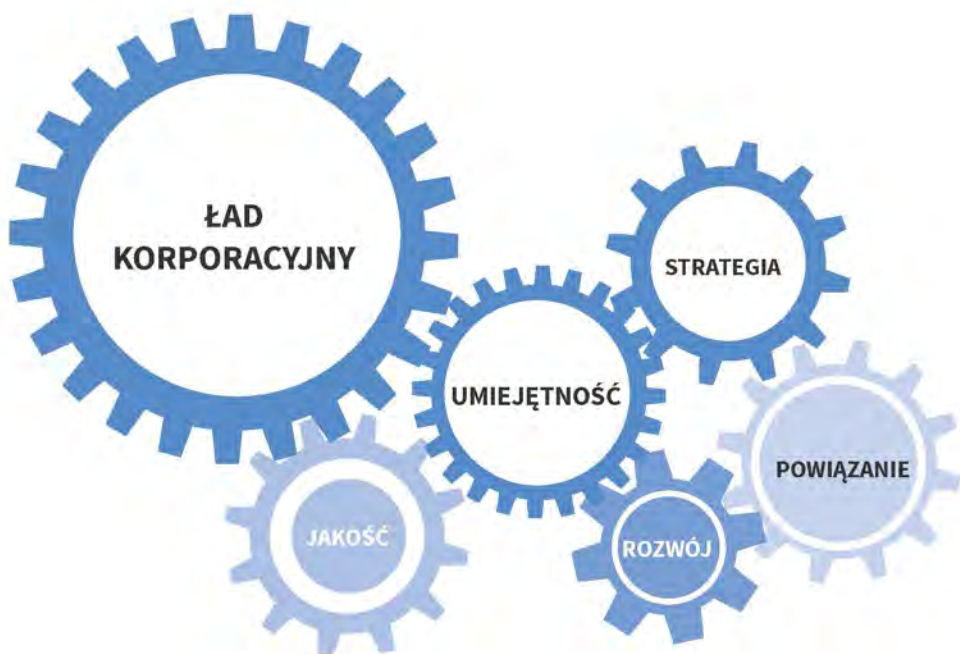


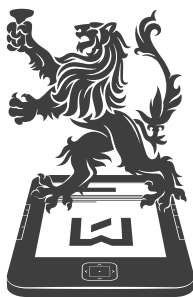
Zarządzanie

Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych

Leszek Bohdanowicz



**Własność
menedżerska
w polskich
spółkach
publicznych**



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Zarządzanie

Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych

Leszek Bohdanowicz



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

Leszek Bohdanowicz – Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania
Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, 90-237 Łódź, ul. Jana Matejki 22/26

RECENZENT

Maria Aluchna

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Bogusława Kwiatkowska

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Stämpfli Polska Sp. z o.o.

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Author, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.07277.16.0.M

Ark. wyd. 19,0; ark. druk. 19,0

ISBN 978-83-7969-993-3
e-ISBN 978-83-7969-994-0

<https://doi.org/10.18778/7969-993-3>

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

SPIS TREŚCI

WSTĘP	7
ROZDZIAŁ I.	
WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W TEORIACH ŁADU KORPORACYJNEGO	15
1.1. Własność wśród innych źródeł władzy menedżerskiej	15
1.2. Sprzeczność interesów w spółce – perspektywa teorii agencji	19
1.3. Zbieżność interesów w spółce – perspektywa teorii służebności	27
1.4. Wpływ otoczenia i budowanie kapitału relacyjnego – perspektywy teorii instytucjonalnej, strategicznego wyboru, zależności zasobowej i interesariuszy	30
1.5. Instrumentalne traktowanie pozycji w spółce – perspektywy teorii hegemonii menedżerskiej, hegemonii technostruktury oraz hegemonii klas	35
1.6. Pozostałe podejścia teoretyczne	39
ROZDZIAŁ II.	
WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W POLSKIM SYSTEMIE ŁADU KORPORACYJNEGO	43
2.1. Ewolucja polskiego rynku kapitałowego	43
2.2. Polski system ładu korporacyjnego w różnych klasyfikacjach systemów <i>corporate governance</i>	53
2.3. Struktury własnościowe polskich spółek publicznych	62
2.4. Znaczenie własności menedżerskiej i udział właścicieli-menedżerów w strukturach własnościowych polskich spółek publicznych	72
ROZDZIAŁ III.	
WPŁYW WŁASNOŚCI MENEDŻERSKIEJ NA WYNIKI I FUNKCJONOWANIE SPÓŁEK	79
3.1. Własność menedżerska a strategie spółek	79
3.2. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynikami finansowymi spółek	86
3.3. Efektywność kapitału intelektualnego w spółkach z własnością menedżerską	93
3.4. Związki pomiędzy własnością menedżerską, rotacjami w zarządach i wynikami finansowymi spółek	100
ROZDZIAŁ IV.	
WŁAŚCICIELE-MENEDŻEROWIE A RADY NADZORCZE I ZARZĄDY SPÓŁEK	107
4.1. Aktywność rad nadzorczych w spółkach z własnością menedżerską	107
4.2. Wpływ własności menedżerskiej na liczebność i strukturę organów statutowych spółek	110
4.3. Własność menedżerska a powoływanie komitetów rad nadzorczych	131

ROZDZIAŁ V.

WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA A ZASADY I WYSOKOŚĆ WYNAGRODZEŃ MENEDŻERÓW NAJWYŻSZEGO SZCZEBŁA	139
5.1. Koncepcje teoretyczne w polityce wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla	139
5.2. Wynagrodzenie pieniężne członków zarządu i wpływ na nie własności menedżerskiej	144
5.3. Wynagrodzenie w formie niepieniężnej a własność menedżerska	150
5.4. Polityka wypłat dywidend w spółkach oraz wpływ na te wypłaty własności menedżerskiej	155

ROZDZIAŁ VI.

WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W POLSKICH SPÓŁKACH PUBLICZNYCH – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH	161
6.1. Metodyka badań	161
6.2. Własność menedżerska a poziom internacjonalizacji polskich spółek publicznych	163
6.3. Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych	167
6.4. Efektywność kapitału intelektualnego w spółkach z własnością menedżerską	176
6.5. Związki pomiędzy własnością menedżerską a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów polskich spółek publicznych	181
6.6. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a aktywnością rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych	188
6.7. Wpływ własności menedżerskiej na liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych	193
6.8. Własność menedżerska a różnorodność organów statutowych polskich spółek publicznych	200
6.9. Niezależność w radach nadzorczych polskich spółek publicznych a własność menedżerska	207
6.10. Własność menedżerska a obowiązkowe i dobrowolne powoływanie komitetów rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych	211
6.11. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynagrodzeniem członków zarządów polskich spółek publicznych	218
6.12. Formy wynagradzania niepieniężnego w polskich spółkach publicznych z indeksów WIG30, mWIG40 i sWIG80	225
6.13. Własność menedżerska a wypłaty dywidend w polskich spółkach publicznych	228
ZAKOŃCZENIE	237
MANAGERIAL OWNERSHIP IN POLISH LISTED COMPANIES	247
BIBLIOGRAFIA	251
ZAŁĄCZNIKI	279
SPIS RYSUNKÓW	297
SPIS TABEL	299
OD REDAKCJI	303

WSTĘP

W ostatnich latach wzrosła liczba opracowań na temat ładu korporacyjnego zarówno w Polsce, jak i na świecie. Kryzys globalny, skandale korporacyjne, rozwój rynków kapitałowych, wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych, nadmierne wynagrodzenia członków organów statutowych to tylko niektóre przyczyny wzrostu zainteresowania tą problematyką. A warto podkreślić, że do lat osiemdziesiątych poprzedniego wieku ładem korporacyjnym zajmowali się głównie prawnicy (Tricker, 2009). W międzyczasie rozwinęło się wiele nowych teorii w zakresie zarządzania oraz finansów i wtedy dopiero zauważono, że takie problemy, jak relacje pomiędzy właścicielami i spółkami, praktyki i funkcje rad spółek czy sposób sprawowania przez nie kontroli nad menedżerami mogą przyczynić się do poprawy wyników spółek oraz zmniejszenia ryzyka w ich funkcjonowaniu. Dużo miejsca w literaturze poświęcono również badaniom struktur własnościowych spółek publicznych (Aluchna, 2015; Jeżak, Bohdanowicz i Matyjas, 2009; McConnell, McKeon i Xu, 2010; Thomsen i Pedersen, 2000).

Struktury własnościowe są najważniejszym czynnikiem wpływającym na jakość sprawowania nadzoru nad spółkami. To od właścicieli spółek zależy skład ich organów statutowych i w rezultacie efektywność zastosowania poszczególnych mechanizmów wewnętrznego ładu korporacyjnego (Jeżak, 2010a). Z tego też powodu nie brakowało badań empirycznych na temat ich wpływu na wiele różnych charakterystyk rad spółek oraz różnie mierzone wyniki finansowe (Demsetz i Villalonga, 2001; Mangana i Tauringana, 2012; Oesterle, Richta i Fisch, 2013). I choć przynosiły one czasami nawet sprzeczne rezultaty, to zdecydowana większość z nich nie pozostawiła wątpliwości, że również rodzaj właściciela wpływa na te charakterystyki oraz wyniki, a inaczej wpływa na nie państwo jako właściciel, inaczej inwestorzy instytucjonalni, a jeszcze inaczej własność menedżerska. Niektórzy z nich koncentrują się na długoterminowym inwestowaniu

w walory spółek oraz aktywnym wpływaniu na skład ich organów statutowych oraz na strategię rozwoju, jeszcze inni starają się raczej „głosować nogami” i sprzedają te walory, gdy według nich nie mają one odpowiedniego potencjału wzrostowego (Alfaraih, Alanezi i Almujaed, 2012; Hendry, Sanderson, Barker i Roberts, 2006; Kochhar i David, 1996).

Własność menedżerska jest specyficznym rodzajem własności. Portfele inwestycyjne właścicieli-menedżerów są zazwyczaj mniej zdywersyfikowane niż innych inwestorów, a tym samym niepowodzenie spółki wiąże się dla nich z większym ryzykiem, zarówno finansowym, jak i osobistym, czyli ryzykiem związanym z utratą osobistej reputacji (Amihud i Lev, 1981). Co więcej, związki tych właścicieli ze spółkami są najczęściej bliższe. Właściciele-menedżerowie z jednej strony mają bezpośredni wpływ na decyzje strategiczne i operacyjne, a z drugiej strony mają wpływ na powoływanie rad nadzorczych, które zgodnie z kodeksem spółek handlowych powinny nadzorować ich pracę. Biorą też udział w walnych zgromadzeniach i w zatwierdzaniu sprawozdań zarządów oraz sprawozdań finansowych, a także w udzielaniu absolutorium członkom organów statutowych spółek z wykonywania przez nich obowiązków. To wszystko, wraz ze wzrostem ich udziału we własności, daje właścicielom-menedżerom ogromną przewagę nad zewnętrznymi akcjonariuszami, zwłaszcza gdy ci są rozproszeni. Może też być źródłem ich większej motywacji do dbania o spółkę oraz dążenia do osiągnięcia przez nią lepszych wyników finansowych, ale może być także okazją do nadużyć (Himmelberg, Hubbard i Palia, 1999).

Z powyższych powodów niezwykle istotne jest analizowanie mechanizmów rządzących własnością menedżerską. Tymczasem w dotychczasowych badaniach na ten temat wciąż istnieją poważne luki. Luki te stara się wypełnić niniejsza praca. Ich wypełnienie powinno również przyczynić się do zapoczątkowania zupełnie nowych kierunków badań nad systemem ładu korporacyjnego w Polsce. Po pierwsze, coraz więcej opracowań na temat zarządzania strategicznego dostrzega wagę ładu korporacyjnego dla nowoczesnych spółek. Jego problemom poświęcane są również oddzielne rozdziały w podręcznikach zarządzania strategicznego (Barney i Hesterly, 2011; Lynch, 2000; Johnson, Scholes i Whittington, 2010). Choć w tych samych podręcznikach dużo miejsca poświęcono również menedżeryzmowi oraz problemom podejmowania przez menedżerów decyzji, a także opisaniu wpływu tych decyzji na funkcjonowanie i efektywność spółek, zwłaszcza w kontekście rozdzielania własności i zarządzania, to stosunkowo niewiele napisano na temat szczególnej sytuacji, jaką jest posiadanie przez nich udziałów we własności i specyfiki funkcjonowania spółek publicznych, w których właścicielami są również członkowie ich zarządów. Niniejsza praca wzbogaca teorię zarządzania przedsiębiorstwem, w tym

w szczególności zarządzania strategicznego, wypełniając tę lukę i pokazując, jak funkcjonują mechanizmy wewnątrz korporacyjne.

Po drugie, większość badań prowadzono w krajach anglosaskich, gdzie struktury własnościowe są rozproszone. Stąd podstawowym zadaniem tych badań było wskazanie warunków, w jakich następuje zbliżenie interesów rozproszonych akcjonariuszy i mających realną władzę nad spółkami menedżerów (Demsetz i Villalonga, 2001; Morck, Shleifer i Vishny, 1988). Natomiast stosunkowo mało tego typu badań przeprowadzono w tych krajach, w których struktury własnościowe są skoncentrowane. A już niewiele z nich w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie wciąż silny wpływ na te struktury ma proces transformacji, który przebiegał w nich w latach dziewięćdziesiątych poprzedniego wieku. Niniejsza praca przedstawia wyniki badań przeprowadzonych w polskim systemie ładu korporacyjnego, który cechuje właśnie wysoki stopień koncentracji struktur własnościowych.

Po trzecie, większość badań na temat własności menedżerskiej była prowadzona w krajach, w których funkcjonuje jednopoziomowy model organizacji organów statutowych (rada dyrektorów). Wciąż zbyt mało jest badań, które byłyby prowadzone w modelach dwupoziomowych oraz uwzględniały ich specyfikę i prezentowały osobno wpływ własności menedżerskiej na funkcjonowanie rad nadzorczych oraz zarządów. Badania empiryczne zaprezentowane w niniejszej pracy zostały przeprowadzone w polskim, czyli dwupoziomowym modelu organizacji organów statutowych.

Po czwarte, większość badań analizowała wpływ własności menedżerskiej na różne inne mechanizmy ładu korporacyjnego lub efekty funkcjonowania spółek, zakładając przy tym monotoniczny charakter zależności pomiędzy nimi, np. T. Truong i R. Heaney (2006) w odniesieniu do polityki dywidend czy D. Denis, D. Denis i A. Sarin (1997) w badaniach na temat rotacji menedżerów najwyższego szczebla. W badaniach prezentowanych w niniejszym opracowaniu analizowano osobno wpływ udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla na niskim poziomie oraz wysokim poziomie na wyniki finansowe spółek, rotacje na stanowiskach prezesów zarządów, wynagrodzenia pieniężne oraz wypłaty dywidend. I jak pokazały przeprowadzone analizy, ten wpływ zasadniczo różni się.

Po piąte, wcześniejsze badania opublikowane w periodykach naukowych, np. przez D. Celenę i F. Rossiego (2013), R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego (1988), N. Vafeasa (1999) czy D. Yermack (1996), dotyczyły tylko pojedynczych relacji pomiędzy własnością menedżerską a różnymi mechanizmami ładu korporacyjnego. Badania opisane w niniejszej pracy dotyczyły wpływu własności menedżerskiej na różne mechanizmy ładu oraz na różnie mierzone efekty funkcjonowania polskich spółek publicznych.

Dotychczasowy stan badań światowych na temat ładu korporacyjnego, a w tym na temat struktur własnościowych spółek, pozwala na przyjęcie tezy, iż **własność menedżerska jest szczególnym rodzajem własności, a właściciele-menedżerowie zachowują się inaczej niż inni właściciele w stosunku do spółek, w których mają udziały**. Mając na uwadze wskazane luki w badaniach oraz sformułowaną tezę, **głównym celem niniejszej pracy jest określenie wpływu własności menedżerskiej na kształt najważniejszych mechanizmów ładu korporacyjnego oraz na wyniki finansowe spółek**. Realizacji celu głównego pracy podporządkowane zostały cele częściowe. Były to:

- synteza światowej literatury i dorobku empirycznego na temat własności menedżerskiej i jej wpływu na funkcjonowanie spółek oraz ich organów statutowych;
- przedstawienie najważniejszych teorii ładu korporacyjnego oraz wynikających z nich implikacji dla własności menedżerskiej w spółkach;
- badanie relacji pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a poziomem internacjonalizacji (działalnością eksportową) polskich spółek publicznych (internacjonalizacją działalności);
- ocena empiryczna wpływu własności menedżerskiej na wyniki finansowe spółek oraz efektywność ich kapitału intelektualnego;
- określenie związków pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów oraz relacji pomiędzy tą rotacją a wynikami finansowymi spółek przy wysokim i niskim poziomie własności menedżerskiej;
- empiryczna analiza relacji pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością, strukturą rad nadzorczych oraz strukturą zarządów polskich spółek publicznych;
- ocena związków pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a aktywnością rad nadzorczych, w tym skłonnością do wyodrębniania przez te organy komitetów;
- badanie relacji pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a niezależnością w radach nadzorczych polskich spółek publicznych;
- analiza wpływu własności menedżerskiej na wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla oraz politykę dywidend w polskich spółkach publicznych.

Niniejsza praca ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się z sześciu rozdziałów. W pierwszym rozdziale opisano teorie ładu korporacyjnego i implikacje z nich wynikające dla własności menedżerskiej.

Rozdział rozpoczyna się od przedstawienia różnych źródeł władzy menedżerów najwyższego szczebla w spółkach, w tym własności jako tego źródła. Później zaprezentowane zostały podstawowe założenia teorii opisujących zarówno sprzeczność różnych interesów w spółce (teoria agencji), jak i ich zbieżność (teoria służebności). Następnie przedstawiono teorie opisujące wpływ otoczenia na spółki i wykorzystanie mechanizmów ładu korporacyjnego do budowania kapitału relacyjnego z nim (teoria instytucjonalna, teoria strategicznego wyboru, teoria zależności zasobowej oraz teoria interesariuszy), a także teorie, które postrzegają organy statutowe spółek w sposób instrumentalny (teoria hegemonii menedżerskiej, teoria hegemonii technostruktury i teoria hegemonii klas). Za każdym razem zwracano uwagę na krytykę poszczególnych podejść teoretycznych i opisywano ich implikacje dla własności menedżerskiej. Na koniec przedstawiono niektóre inne podejścia teoretyczne wykorzystywane w badaniach ładu korporacyjnego, w tym w badaniach na temat własności menedżerskiej (teorię kosztów transakcyjnych, perspektywę teorii naczelnego kierownictwa, teorię behawioralną, teorię produkcji zespołowej, teorię paradoksu, teorię sygnałów).

Drugi rozdział rozpoczyna się od przedstawienia genezy rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a także jego zwięzłej oceny. Następnie opisano różne klasyfikacje systemów ładu korporacyjnego i wskazano na tym tle główne cechy polskiego systemu *corporate governance*. Te zagadnienia wskazują warunki instytucjonalne, w jakich funkcjonują polskie spółki publiczne z własnością menedżerską. Później zaprezentowano ich struktury własnościowe i wpływ różnych typów inwestorów na efekty funkcjonowania spółek. Rozdział kończy się przedstawieniem istoty własności menedżerskiej oraz wielkości jej udziału w strukturach własnościowych polskich spółek giełdowych.

Trzeci rozdział podporządkowany został syntezie badań na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a wynikami i funkcjonowaniem spółek. Rozpoczyna się on od opisania właścicielskich decyzji strategicznych i przeglądu badań na temat wpływu własności menedżerskiej na strategię rozwoju spółek. Następnie dokonano przeglądu światowych i polskich badań na temat związków pomiędzy strukturami własnościowymi, w tym udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a mierzonymi w różny sposób wynikami finansowymi spółek. W dalszej części zdefiniowano i opisano elementy kapitału intelektualnego spółek oraz przedstawiono badania na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a jego efektywnością. Na koniec tego rozdziału przedstawiono czynniki determinujące zmiany na stanowiskach (rotacje) prezesów zarządów spółek, w tym wpływ na nie struktur własnościowych.

W czwartym rozdziale opisano relacje pomiędzy własnością menedżerską a funkcjonowaniem i wewnętrzną strukturą organów statutowych spółek (rad nadzorczych oraz zarządów). Na początku zaprezentowano wyniki badań na temat liczby posiedzeń (aktywności) rad spółek i wpływu na nią udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla. Kolejnymi poruszonymi w tym rozdziale problemami są związki pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością i różnorodnością organów statutowych. Przedstawiono w nim również korzyści i koszty różnorodności. Na koniec przedstawiono dwa istotne problemy ładu korporacyjnego, a mianowicie niezależność w radach spółek oraz powoływanie komitetów tych organów. W obu przypadkach opisano determinanty wdrażania tych instrumentów poprawy efektywności funkcjonowania organów nadzorczych spółek oraz wpływ na to wdrażanie struktur własnościowych.

Piąty rozdział analizuje relacje pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a strukturami i wysokością ich wynagrodzeń. Na jego początku zaprezentowane zostały dwie koncepcje teoretyczne problemu wynagradzania menedżerów, tj. koncepcję władzy menedżerskiej i koncepcję optymalnego kontraktowania. Obie wywodzą się z teorii agencji i wyjaśniają zarówno przyczyny wysokich wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla, jak i ich związki z wynikami finansowymi spółek. Następnie opisane zostały składniki, sposób kształtowania, determinanty oraz wpływ struktur własnościowych na wynagrodzenia zarządów wypłacane w formie pieniężnej. Kolejnym poruszonym w tym rozdziale problemem było wykorzystanie niepieniężnych form wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla. Wskazano w nim ich rolę w gwałtownym wzroście wynagrodzeń menedżerów, a także przedstawiono takie formy, jak wynagrodzenia oparte na kapitale (opcje na akcje oraz akcje) i świadczenia dodatkowe. Na koniec przytoczono najważniejsze teorie polityki wypłat dywidend oraz przedstawiono wyniki wcześniejszych badań na temat determinant ich wypłat, w tym wpływu na nie struktur własnościowych.

W szóstym rozdziale przedstawiono wyniki własnych badań empirycznych na temat wpływu własności menedżerskiej na: wyniki finansowe spółek, efektywność kapitału intelektualnego, rotacje na stanowiskach prezesów zarządów, poziom internacjonalizacji (działalność eksportową) spółek, aktywność rad nadzorczych, liczebność organów statutowych (rad nadzorczych i zarządów), różnorodność organów statutowych (rad nadzorczych i zarządów) pod względem płci, niezależność w radach nadzorczych, powoływanie komitetów audytu i wynagrodzeń, wynagrodzenia pieniężne i niepieniężne zarządów oraz politykę wypłat dywidend.

W *Zakończeniu* pracy opisano wnioski końcowe z przeprowadzonych badań, a także wnioski dla prowadzenia dalszych badań empirycznych oraz dla praktyki.

W publikacji przeprowadzono szerokie studia literaturowe, które objęły pozycje książkowe oraz artykuły z czasopism w języku polskim i angielskim. Łącznie spis literatury obejmuje 564 pozycje. Dodatkowo autor korzystał z opracowań w zakresie teorii zarządzania, zarządzania strategicznego oraz finansów i rachunkowości.

W ramach wymienionych powyżej celów szczegółowych, a także po przeprowadzeniu krytycznego przeglądu literatury polskiej i światowej w pracy postawiono oraz weryfikowano za pomocą metod ilościowych 16 hipotez badawczych. Empiryczna weryfikacja tych hipotez została dokonana na podstawie analizy danych wtórnych. Do ich gromadzenia wykorzystano skonsolidowane i jednostkowe roczne raporty spółek, sprawozdania rad nadzorczych, raporty na temat stosowania zasad zawartych w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”, statuty spółek, tabele notowań akcji i ogólnodostępne bazy danych. Dane te analizowano za pomocą statystyk opisowych (średnia arytmetyczna, mediana, odchylenie standardowe, wartości minimalne i wartości maksymalne) oraz analiz regresji. Analizy przeprowadzono za pomocą aplikacji EViews i Statistica.

Przedstawione w niniejszym opracowaniu badania są pierwszymi tego typu badaniami w Polsce i dotyczą najistotniejszych problemów, które wynikają z pojawienia się własności menedżerskiej w spółkach oraz z wpływu tego rodzaju własności korporacyjnej na różne aspekty funkcjonowania spółek i ich organów statutowych. W opracowaniu opisano łącznie 12 prowadzonych niezależnie od siebie badań, ale pozwalających wyciągnąć wspólne wnioski na temat podejścia właścicieli-menedżerów do zarządzanych przez siebie spółek. W zależności od liczby lat, których konkretne badanie dotyczyło, oraz pomiaru zmiennej zależnej były to: regresja wieloraka, analizy danych panelowych (modele z efektem ustalonym), regresja Poissona oraz regresja logitowa. Próby badawcze różniły się w poszczególnych badaniach. Początkowa próba liczyła 1988 obserwacji w 397 polskich spółkach notowanych na GPW w Warszawie pomiędzy 2008 i 2013 r. Wyjątkiem są tu badania na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a liczbą posiedzeń (aktywnością) rad nadzorczych, które objęły trzy lata (2010–2012), a także badania wpływu tej własności na poziom internacjonalizacji (działalność eksportową) spółek oraz niezależność w radach nadzorczych, w których analizowano obserwacje z 2013 r. W badaniu na temat związków pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a wynagrodzeniami opartymi na kapitale uwzględniono tylko spółki wchodzące w skład indeksów WIG30, mWIG40 oraz sWIG80 na koniec 2013 r.

Na koniec chciałbym serdecznie podziękować za pomoc i wsparcie przy pracy nad badaniami opisanymi w niniejszym opracowaniu. Przede wszystkim dziękuję prof. dr. hab. Janowi Jeżakowi, który ukierunkował moje zainteresowania naukowe na problematykę ładu korporacyjnego i pod kierunkiem naukowym którego przeprowadziłem szereg badań na ten temat. Ponadto serdeczne podziękowania kieruję do prof. dr hab. Marii Aluchny ze Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, której cenne uwagi i sugestie pozwoliły mi przygotować ostateczną wersję niniejszej monografii, a także posłużyły jako refleksja do dalszych badań. Wyrazy wdzięczności chciałbym również przekazać wszystkim koleżankom i kolegom z Katedry Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego za wsparcie, którego zawsze mi udzielali, a także Pani Dziekan Wydziału Zarządzania UŁ prof. dr hab. Ewie Walińskiej oraz całemu Kolegium Dziekańskiemu za dofinansowanie publikacji niniejszej monografii.

ROZDZIAŁ I

WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W TEORIACH ŁADU KORPORACYJNEGO

1.1. Własność wśród innych źródeł władzy menedżerskiej

Kluczowym atrybutem własności spółek jest władza i prymat właścicieli nad innymi interesariuszami spółki. Dotychczas najogólniej władza była definiowana jako zdolność wywierania wpływu na innych (Pfeffer, 1981) i w przeszłości stała się przedmiotem wielu rozważań odnoszących się do różnych obszarów nadzorowania i zarządzania spółkami (Kleinberg, 1999; Shen i Cannella, 2002). Jak pokazały wcześniejsze badania, rola władzy rośnie, gdy wiąże się ona z podejmowaniem nieustrukturyzowanych decyzji oraz z niepewnością, a takich sytuacji nie brakuje wśród decyzji podejmowanych przez organy statutowe spółek (rady nadzorcze i zarządy). Ze względu na trudność przewidzenia skutków tych decyzji, szczególnie dużo miejsca w literaturze ładu korporacyjnego (*corporate governance*) poświęcono znaczeniu władzy w podejmowaniu decyzji strategicznych i w nadzorowaniu spółek (Finkelstein, 1992).

W rozważaniach na temat *corporate governance* za podstawowe źródło ograniczania niepewności i swobody menedżerskiej uznawane były rady dyrektorów (rady nadzorcze) oraz silni akcjonariusze. W niektórych opracowaniach nie było jednak konsensusu, kto w tym procesie odgrywa większą rolę. Na przykład D. Hambrick i S. Finkelstein (1987) przyznali, że choć w większości przypadków rola rad jest ograniczona choćby przez brak pełnej niezależności, to silni zewnętrzni akcjonariusze mają władzę, żeby ograniczać swobodę menedżerów. W innym opracowaniu S. Finkelstein (1992) stwierdził, że menedżerowie, jeśli kontrolują rady, mogą zredukować swoją niepewność, która wzrasta w odwrotnej sytuacji, czyli gdy rada ma kontrolę nad nimi. Tym samym w spółkach ma miejsce swoje „przeciąganie liny” i gra o większe wpływy pomiędzy menedżerami

i akcjonariuszami, których reprezentantami są rady nadzorcze lub członkowie zewnętrzni w radach dyrektorów. Gdy w spółkach dominuje własność menedżerska, to „przeciąganie liny” występuje pomiędzy wewnętrznymi (właścicielami-menedżerami) i zewnętrznymi właścicielami. Pozycja tych pierwszych jest jednak szczególnie uprzywilejowana również ze względu na inne źródła ich władzy.

Zakres władzy zarówno akcjonariuszy, jak i rad spółek oraz menedżerów (zarządów spółek) reguluje prawo i określony tam zakres ich kompetencji. W praktyce sytuacja może być jednak bardziej skomplikowana, a prawo nie jest na tyle uniwersalne, aby przewidzieć specyfikę każdej spółki. Również akcjonariuszy jest wielu i oczekiwany okres ich inwestycji w akcje spółek jest różny. Ponadto różne inne czynniki wpływają na siłę oddziaływania na spółki samych menedżerów. Y. Shetty (1978) stwierdziła, że zarówno obserwacje, jak i systematyczne badania wskazują, iż zdolność do wpływania na innych wynika nie tylko z autorytetu formalnego, ale również jest związana z osobowością i wyrażanymi opiniami. Stąd J. French i B. Raven (1959) podali pięć źródeł władzy – nagrody (ang. *reward*), przymus (ang. *coercive*), prawne uzasadnienie (ang. *legitimate*), fachowość (ang. *expert*) i charyzma (ang. *referent*). Kontrolując system nagród, menedżerowie kontrolują organizacje poprzez podwyżki płac, awanse, systemy oceny, formalne uznanie i określanie zakresu odpowiedzialności. Mając udział we własności, ta kontrola rozszerza się m.in. poprzez wpływ na zyski, a później ich podział. Przymus natomiast wiąże się z obawą przed ukaraniem, gdy wytyczne i zasady są ignorowane. W odniesieniu do własności menedżerskiej może on mieć znaczenie w kontekście kontrolowania struktury rady nadzorczej. Z przymusem wiążą się takie działania menedżerskie, jak zawieszenie, zwolnienie, degradacja czy odwołanie. Trzecie źródło władzy, tj. prawne uzasadnienie, jest związane z pozycją, jaką zajmuje menedżer w strukturze organizacji i formalnym autorytetem, jaki ma w związku z tą pozycją. Fachowość i wynikająca z niej władza ekspercka wiążą się z wiedzą i doświadczeniem, jakie posiada menedżer i dzięki której jest źródłem fachowych opinii dla swoich podwładnych. To źródło władzy może również wynikać z kontrolowania dostępu do informacji i może sprawiać, że nawet osoba, która formalnie władzy nie ma, może wpływać na innych. W przypadku własności menedżerskiej występuje również asymetria informacji, która jest dodatkowym źródłem władzy właścicieli-menedżerów. Ostatnie źródło władzy opiera się na identyfikacji i przyciąganiu. Wielu liderów ma odpowiednią charyzmę i osobisty magnetyzm, które sprawiają, że inni są wobec nich lojalni i oddani. Tym samym ten rodzaj władzy zależy od osobowości. W tym miejscu trzeba podkreślić, iż właściciele-menedżerowie w spółkach

otaczają się osobami, do których mają zaufanie np. członkami rodziny. To wzmacnia ich władzę nad innymi interesariuszami, włączając w to zewnętrznych właścicieli.

Wykorzystując rozważania J. Frencha i B. Ravena, S. Finkelstein (1992) w sposób syntetyczny podał cztery główne źródła władzy menedżerów najwyższego szczebla: władzę wynikającą ze struktury (ang. *structural power*), władzę wynikającą z własności (ang. *ownership power*), władzę wynikającą z pozycji eksperckiej (ang. *expert power*) i władzę wynikającą z osobistego prestiżu (ang. *prestige power*).

Pierwszym źródłem władzy menedżerów najwyższego szczebla jest władza wynikająca ze struktury. To źródło jest najczęściej opisywaną w pozycjach nie tylko z zakresu zarządzania, ale także ładu korporacyjnego. Wynika ona z hierarchicznej struktury organizacyjnej, układu władzy oraz przepisów prawa. Menedżerowie najwyższego szczebla mają władzę nad różnymi komórkami przedsiębiorstwa, a również określony przez prawo zakres władzy nad spółką, który odnosi się do zarządzania operacyjnego i strategicznego oraz odpowiedzialności za wyniki. W przypadku znaczącego udziału we własności mają również wpływ na strukturę i funkcjonowanie rad nadzorczych, a nawet porządek i zakres informacji przygotowywanych na walne zgromadzenia.

Drugim źródłem władzy menedżerów najwyższego szczebla jest władza wynikająca z własności. S. Finkelstein (1992) stwierdził, że powoduje ona wzrost zdolności menedżerów do działania w roli agentów akcjonariuszy. Wynika to z podejścia zaproponowanego przez teorię agencji przedstawionej w następnej części, która wskazuje, że własność menedżerska jest mechanizmem zbliżania interesów tych dwóch grup. Trzeba jednak też pamiętać, że znaczący udział we własności właścicieli-menedżerów może powodować konflikt interesu pomiędzy nimi a akcjonariuszami mniejszościowymi. Generalnie już M. Zald (1969) stwierdził, że menedżerowie najwyższego szczebla ze znaczącym udziałem we własności zawsze będą silniejsi niż ci, którzy takiego udziału nie mają. Natomiast S. Finkelstein (1992) zwrócił również uwagę na wzmacnianie władzy, gdy właściciel-menedżer jest także założycielem spółki lub jest z nią powiązany rodzinnie. Poprzez swoje wieloletnie relacje ze spółką i jej organami statutowymi może wtedy silniej oddziaływać na nią i na te organy.

Trzecim źródłem władzy menedżerów najwyższego szczebla jest władza wynikająca z pozycji eksperckiej. Już od dawna pozycja ekspercka była uznawana za źródło zdolności menedżerów najwyższego szczebla do radzenia sobie z różnymi interesariuszami i przyczyniania się do osiągnięcia przez spółki sukcesów (Hambrick, 1981; Mintzberg, 1983). Im więcej menedżerowie są w stanie nawiązać relacji z interesariuszami, tym większa jest ich władza ekspercka (Finkelstein, 1992). Menedżerowie, którzy

mają pozycję ekspercką, znacząco wpływają na wybory strategiczne. Co więcej, ich władza wzrasta, gdy pozycja ekspercka ma związek z krytycznymi obszarami funkcjonowania spółki, np. mają rzadką wiedzę techniczną lub bliskie relacje z kredytodawcami i są w stanie pozyskać kapitał z zewnętrznych źródeł przy niskim jego koszcie (Hickson, Lee, Schneck i Pennings, 1971).

Czwartym źródłem władzy menedżerów najwyższego szczebla jest władza wynikająca z osobistego prestiżu. Reputacja menedżerów w ich otoczeniu instytucjonalnym i ich ewentualna przynależność do elity menedżerskiej, a także reputacja wśród interesariuszy oddziałują na ich postrzegany przez interesariuszy wpływ na spółkę. To otoczenie instytucjonalne składa się z różnych członków społeczeństwa, takich choćby jak rząd, instytucje finansowe, wyższe uczelnie i inne organizacje, które wspierają i legitymizują spółkę. Elity menedżerskie – jak określił to A. Giddens (1972) – składają się z indywidualności, które zajmują formalnie zdefiniowaną pozycją władzy i znajdują się na czele organizacji. Znaczenie elit menedżerskich i władzy opartej na prestiżu ma tym większe znaczenie, iż może pozwolić na pozyskanie wartościowych dla organizacji informacji z otoczenia. A to, jak dodał J. Galbraith (1973), może stać się istotnym źródłem ograniczenia niepewności. Na przykład menedżerowie najwyższego szczebla, których cechuje osobisty prestiż, mogą – jak zresztą opisuje przedstawiona w innej części tej pracy teoria zależności zasobowej – zasiadać w radach innych spółek i pozyskiwać w odpowiednim czasie informacje na temat warunków prowadzenia działalności biznesowej, a które nie są dostępne dla innych osób. Prestiż w środowisku może również wskazywać, iż menedżerowie mają cenne kwalifikacje i znaczących przyjaciół. R. D’Aveni (1990) sugerował nawet, że legitymizacja spółki zależy od prestiżu jej menedżerów.

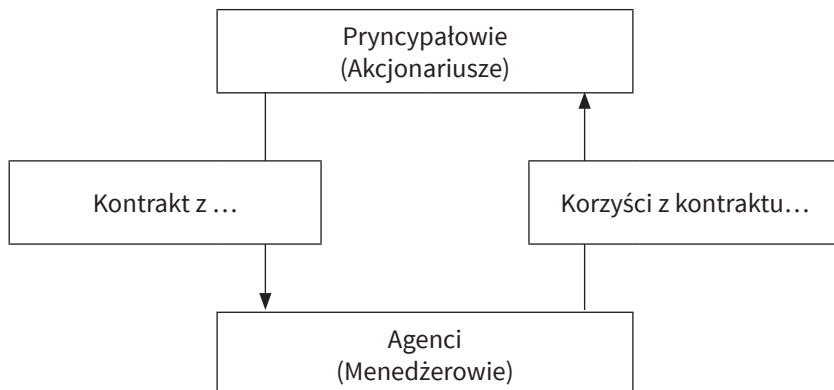
Te cztery źródła władzy menedżerskiej mogą wspólnie dać silną, a czasem nawet nadmierną władzę menedżerom najwyższego szczebla. Może to prowadzić do zbyt dużej odpowiedzialności i możliwości popełniania błędów oraz dokonywania nieodpowiednich wyborów. Ciekawe w tym kontekście jest stwierdzenie S. Finkelsteina i D. Hambricka (1996), którzy podkreślili, iż w rzeczywistości na spółki silnie wpływają uprzedzenia, ego i doświadczenia menedżerów najwyższego szczebla, a ich pracę cechuje niejednoznaczny i zarazem złożony charakter zadań. Z tego też powodu, jak już wspomniano, jednym z najważniejszych celów ładu korporacyjnego jest zapewnienie równowagi władzy. Istotne w tym kontekście są na przykład wyniki badań R. Adams, H. Almeidy i D. Ferreiry (2005), które pokazały, iż spółki, które są kierowane przez prezesów zarządów mających nadmierną i płynącą z różnych źródeł władzę, cechują mocniej zróżnicowane stopy zwrotu z akcji.

1.2. Sprzeczność interesów w spółce – perspektywa teorii agencji

Sprzeczność interesów właścicieli i menedżerów, a także właścicieli większościowych i właścicieli mniejszościowych oraz właścicieli i kredytodawców została szczegółowo przedstawiona przez teorię agencji. Teoria ta należy do najlepiej opisanych teorii ładu korporacyjnego w Polsce, a na jej podstawie przeprowadzono szereg badań (np. Aluchna, 2007; Gad, 2013; Jeżak, Bohdanowicz i Matyjas, 2009; Koładkiewicz, 2013). Teoria agencji ma swoje źródła w ekonomii i jest uznawana za podstawową teorię ładu korporacyjnego. Rozwinęła się ona w Stanach Zjednoczonych, a także Wielkiej Brytanii i pierwotnie miała na celu opisanie konfliktu interesów rozproszonych właścicieli i rosnących w siłę menedżerów najwyższego szczebla (Eisenhardt, 1989; Fama i Jensen, 1983; Jensen i Meckling, 1976). Dziś ten konflikt jest nazwany również konfliktem agencji typu I. Z czasem została również zaadoptowana do opisania relacji i konfliktu interesu zachodzącego pomiędzy akcjonariuszami większościowymi i akcjonariuszami mniejszościowymi. Ten konflikt jest nazywany również konfliktem agencji typu II (Renders i Gaeremynck, 2012). I. Clacher, D. Hillier i P. McColgan (2010) wskazują, że wpływ na to, który rodzaj konfliktu agencji występuje w spółce, mają środowisko regulacyjne, siła z jaką chronione są interesy inwestorów, a także stopień rozwoju rynków kapitałowych. Konflikt agencji typu II ma szczególne znaczenie w państwach, gdzie struktury własnościowe są skoncentrowane. Taka sytuacja występuje chociażby w Europie kontynentalnej, także w Polsce (Becht i Röell, 1999; Tamowicz i Dzierżanowski, 2001).

Zgodnie z pierwotnym podejściem teorii agencji, opisującym konflikt agencji typu I, właściciele (pryncypałowie) poprzez zawarcie kontraktu delegują swoje naturalne prawa do zarządzania spółkami na menedżerów (agentów), aby ci kierowali nimi w ich imieniu (tak jak przedstawia to rysunek 1). Obie strony dążą do maksymalizacji własnej użyteczności, ale ich cele różnią się od siebie. Celem właścicieli jest wzrost wartości akcji i wypłata dywidend, co oczywiście prowadzi do wzrostu wartości ich majątku. Menedżerowie dążą do wzrostu własnego majątku, czyli wzrostu dochodów w różnej formie, włączając w to m.in. wynagrodzenia, dodatkowe dochody (ang. *perks*) czy transakcje z podmiotami powiązаныmi z menedżerami. Ta różnica interesów prowadzi do konfliktu. Szczególnie, że to menedżerowie często kontrolują spółki, a rozproszeni akcjonariusze o małym jednostkowym udziale w strukturach własnościowych są raczej skłonni „głosować nogami” niż

ponosić koszty związane z monitorowaniem agentów. Implikacje wynikające z teorii agencji są dość szerokie, a zmierzają one do zbliżenia odmiennych interesów tych dwóch grup.



Rysunek 1. Relacje pomiędzy właścicielami a menedżerami w teorii agencji

Źródło: B. Tricker (2009, s. 219)

Jednym ze sposobów zbliżania interesów właścicieli i menedżerów jest wzrost udziału w strukturach własnościowych menedżerów. Teoretycznie powinni oni wtedy zachowywać się jak inni właściciele i przyjmować również za swoje ich cele (La Porta, Lopez-de-Silanes i Shleifer, 1998). B. Oviatt (1988) wskazał na różne mechanizmy, które mogą zbliżać interesy właścicieli i menedżerów. Są to: rynki kapitałowe funkcjonujące jako rynki kontroli przedsiębiorstw, wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla, funkcja kontrolna rady spółki, monitorowanie przez inwestorów instytucjonalnych, opcje na akcje, a także normy i wartości. W tym miejscu trzeba też zaznaczyć, że konflikt agencji nie może być kontrolowany bez poniesienia kosztów, ponieważ nie możliwe jest stworzenie doskonałego (kompletnego) kontraktu regulującego wszystkie działania agentów, których decyzje – jak wskazano – wpływają zarówno na bogactwo ich samych, jak i bogactwo pryncypałów (Brennan, 1995).

Konflikt agencji powoduje zatem koszty. M. Jensen i W. Meckling (1976) zaliczyli do nich koszty monitorowania (ang. *monitoring costs*), koszty powiązania (ang. *bonding costs*) i straty rezydualne (ang. *residual loss*). Koszty monitorowania to koszty związane z mierzaniem, obserwowaniem i kontrolowaniem zachowania agentów. Obejmują one na przykład koszty audytu, powoływania zewnętrznych dyrektorów do rad (funkcjonowania

rad nadzorczych), pisemnych kontraktów menedżerskich oraz dymisji i zatrudnienia menedżerów najwyższego szczebla. Na początku koszty te ponosi pryncypał, ale jak uznali E. Fama i M. Jensen (1983), ich ostatecznym beneficjentem stał się agent, gdyż jego wynagrodzenie jest dopasowane do wysokości tych kosztów. Generalnie ponoszenie wyższych kosztów monitorowania powinno prowadzić do zbliżenia interesów właścicieli i menedżerów oraz ograniczać swobodę tych drugich. Może to jednak również mieć swoje negatywne skutki. M. Burkart, D. Gromb i F. Panunzi (1997) wskazali, że nadmierny monitoring będzie ograniczał inicjatywy menedżerów i ich przedsiębiorcze zachowania, a co więcej, będzie kosztowny dla zewnętrznych akcjonariuszy, którzy nie mają kapitału ludzkiego potrzebnego do wykorzystywania pojawiających się przed spółką możliwości. Jeśli, jak wskazali E. Fama i M. Jensen (1983), ostateczne koszty monitorowania ponoszą agenci, to w rzeczywistości oni sami muszą stworzyć struktury, które będą pokazywały, że działają w interesie pryncypałów. Koszty stworzenia i dopasowania tych struktur M. Jensen i W. Meckling (1976) nazwali kosztami powiązania. Koszty powiązania nie zawsze mają charakter ściśle finansowy i mogą być kosztami transakcyjnymi. Na przykład, takimi kosztami są wysiłki podejmowane w celu dostarczenia na czas i ścisłych informacji zewnętrznym akcjonariuszom. Mimo poniesienia kosztów monitorowania i powiązania jest wciąż mało prawdopodobne, by interesy menedżerów i akcjonariuszy były w pełni zbieżne. Konflikt interesu sprawia zatem, że pojawiają się straty, które M. Jensen i W. Meckling (1976) nazwali stratami rezydualnymi. Stanowią one straty netto (przekraczające naliczone świadczenia) związane z występowaniem nieoptymalnych kontraktów motywacyjnych. Ponieważ nie jest praktyczne tworzenie pełnych kontraktów pomiędzy właścicielami i menedżerami, to w rzeczywistości stworzony kontrakt jest wynikiem kompromisu pomiędzy pełnym ograniczeniem menedżerów i przekazaniem im pewnych swobód, które sprawią, iż menedżerowie choćby częściowo będą realizowali własne interesy.

Jak stwierdzono, natura problemu agencji jest osadzona w konflikcie interesu pomiędzy właścicielami i menedżerami. I. Clacher, D. Hillier i P. McColgan (2010), zgadzając się z tą opinią, wskazują na jeszcze cztery inne jego źródła: pokusę nadużyć (ang. *moral hazard*), zatrzymywanie zysków (ang. *earnings retention*), horyzont czasu (ang. *time horizon*) i menedżerską awersję do ryzyka (ang. *managerial risk aversion*). Pokusa nadużyć została opisana już m.in. przez K. Arrowa (1963) w latach sześćdziesiątych, ale do założeń teorii agencji przystosowali ją M. Jensen i W. Meckling (1976). Autorzy ci zaproponowali, aby jako punkt wyjścia w wyjaśnianiu tego zjawiska przyjąć sytuację, w której pojedynczy menedżer posiada sam spółkę (100% udziałów w niej). Wtedy to korzyści menedżera

związane z konsumowaniem dodatkowych dochodów (np. w formie incydentalnych dodatków do wynagrodzeń, prywatnych korzyści, przywilejów lub wyższych niż regularne dochodów), a nie inwestowaniem środków w projekty z pozytywnym NPV, są najniższe. Równocześnie będą one jednak rosły wraz ze spadkiem tego udziału, powodując także wzrost pokusy nadużyć. M. Jensen (1993) wskazał, że problem pokusy nadużyć jest dużo poważniejszy w dużych spółkach, gdyż jest je trudniej kontrolować i to kontrolowanie wymaga poniesienia wyższych kosztów. Pokusa nadużyć jest również ściśle związana z niedostatecznymi wysiłkami menedżerów. Stąd na przykład S. Rosenstein i J. Wyatt (2006) empirycznie potwierdzili, iż wartość akcji spółek spada, gdy ogłoszone zostaje powołanie jej dyrektora wykonawczego jako dyrektora niewykonawczego do rady innej spółki. Taka sytuacja może powodować ograniczenie wysiłków związanych z tworzeniem wartości w spółce macierzystej.

Niektórzy autorzy zwracali jednak uwagę, że problem pokusy nadużyć jest wyolbrzymiany (Brennan, 1995; Clacher, Hillier i McColgan, 2010). I. Clacher, D. Hillier i P. McColgan (2010) stwierdzili, że dużo poważniejszy wydaje się być problem dystrybuowania wolnych środków pieniężnych do akcjonariuszy. Tym samym problem przeinwestowania staje się, w ich opinii, poważniejszy niż konsumpcja przez menedżerów dodatkowych dochodów i niedoinwestowanie. Wiąże się to również ze wskazanym w innej części tego opracowania pozytywnym związkiem pomiędzy wielkością spółki a wynagrodzeniami menedżerów. A dodatkowo zarządzanie większymi spółkami jest powiązane ze wzrostem prestiżu i władzy menedżerów. Stąd M. Jensen (1986) stwierdził, że menedżerowie preferują raczej zatrzymywanie zysków, podczas gdy akcjonariusze wolą dystrybuowanie wolnych środków pieniężnych, szczególnie gdy spółka ma małe możliwości inwestowania w projekty z dodatnimi stopami wartości bieżącej netto (NPV). Wtedy, jak wynika z głównych założeń teorii agencji, menedżerowie powinni przede wszystkim wykorzystywać te wolne środki pieniężne na wypłaty dywidend lub nabycie przez spółki własnych akcji (ang. *share repurchases*). Z drugiej jednak strony trzeba pamiętać, że pozostawienie zysków zmniejsza potrzebę zewnętrznego finansowania nowych projektów inwestycyjnych, ale tu znów I. Clacher, D. Hillier i P. McColgan (2010) podkreślają, że pomimo potencjalnych kosztów ponoszonych przy pozyskiwaniu kapitału z rynków kapitałowych, to te rynki dają możliwość sprawowania zewnętrznej kontroli i ograniczania menedżerów w ich polityce dążenia do budowania poprzez inwestycje imperiów. Generalnie zatrzymywanie zysków redukuje możliwość sprawowania zewnętrznej kontroli nad spółkami.

Kolejnym źródłem konfliktu agencji jest różnica w postrzeganim czasie zwrotu z inwestycji i związanych z tym przepływami pieniężnymi.

I. Clacher, D. Hillier i P. McColgan (2010) wskazują, że akcjonariusze są zainteresowani wszystkimi wolnymi środkami pieniężnymi w niezdefiniowanej przyszłości, które mają odzwierciedlenie w bieżącej cenie akcji, natomiast horyzont czasu menedżerów obejmuje okres ich zatrudnienia. To może sprawiać, że wystąpi skłonność do preferowania krótkoterminowych projektów z wysokimi stopami zwrotu mierzonymi miarami księgowymi, kosztem długoterminowych inwestycji z wyższymi stopami NPV. Ten problem może być szczególnie widoczny, gdy prezes zarządu zbliża się do wieku emerytalnego lub zamierza w przewidywanym czasie odejść ze spółki. Przewidywany czas pełnienia funkcji przez menedżerów najwyższego szczebla może również implikować zastosowanie w spółce subiektywnych praktyk księgowych prowadzących do zarządzania zyskami, a w efekcie próbie maksymalizacji premii opartej na wynikach spółki, na co wskazał już P. Healy (1985).

Ostatnim źródłem konfliktu agencji typu I jest menedżerska awersja do ryzyka spowodowanego dywersyfikacją portfela. E. Fama (1980) użył argumentu, że menedżerowie najwyższego szczebla wynajmują spółce, która ich zatrudnia, znaczną część swojego majątku. Ta część majątku to reprezentowany przez nich kapitał ludzki. Od niego zależy sukces bądź porażka spółki w czasie kadencji menedżerów. Trzeba też pamiętać, że ewentualna porażka, która może przyjąć formę bankructwa spółki, obniży wartość ich kapitału ludzkiego. Co więcej, menedżerowie najwyższego szczebla są skłonni do utrzymywania relatywnie dużego własnego majątku w aktywach zarządzanej przez siebie spółki, natomiast inwestorzy mogą dywersyfikować swój majątek dużo niższym kosztem. Stąd pozostają oni przede wszystkim pod wpływem systematycznego ryzyka. Menedżerowie są pod wpływem zarówno ryzyka systematycznego, jak i niesystematycznego (specyficznego dla spółki). W konsekwencji menedżerowie najwyższego szczebla mogą dążyć do polityki finansowej, a w szczególności inwestycyjnej, która będzie minimalizowała ryzyko związane z forsowanymi projektami inwestycyjnymi. Problem opisywanej tu menedżerskiej awersji do ryzyka będzie szczególnie wysoki, gdy menedżerowie są głównie wynagradzani w stałej formie lub posiadają specyficzne i trudne do przeniesienia do innej spółki umiejętności. Niechęć menedżerów do ryzyka wpływa również na strukturę finansowania działalności. M. Brennan (1995) podkreślił, że menedżerowie najwyższego szczebla preferują finansowanie kapitałem własnym, a nie obcym, gdyż ten ostatni powoduje wzrost ryzyka działalności, w tym bankructwa.

Pierwotne podejście do teorii agencji wypracowało dwa nurty teoretyczne. Pierwszy określanej jako nurt opisujący relację pryncypał – agent, drugi jako nurt pozytywistyczny (Aluchna, 2007; Hough, McGregor-Lowndes i Ryan, 2005). Nurt opisujący relację pryncypał – agent jest

szerszy i związany z ogólną teorią, a także bardziej zmatematyzowany. Nurt pozytywistyczny jest węższy, mniej zmatematyzowany i skoncentrowany na konkretnych rozwiązaniach. Jest on też oparty na ścisłych założeniach, takich jak konflikt interesu czy asymetria informacji. Ten nurt wprowadza również metaforę kontraktu, szczegółowo opisaną m.in. przez J. Jeżaka (2010a), do wyjaśnienia relacji pomiędzy pryncypałem i agentem.

Opisując teorię agencji, należy podkreślić, iż wskazywano, że teoria agencji nie jest teorią uniwersalną (Zahra i Pearce, 1989). Pewne wątpliwości mogło budzić jej użycie, gdy własność jest skoncentrowana. Tu jednak nastąpiło uzupełnienie teorii agencji poprzez wskazanie konfliktu agencji typu II, a ponadto E. Fama i M. Jensen (1983) stwierdzili, że konflikty agencji pojawiają się zawsze, gdy jedna strona zleca wykonywanie określonych zadań drugiej stronie. Można powiedzieć, że w związku z tym taki konflikt występuje w każdej spółce publicznej, gdyż nawet jeśli w zarządzie znajdują się akcjonariusze, to nie reprezentują oni 100% kapitału zakładowego i głosów na walnym zgromadzeniu.

Wspomniano już, że konflikt agencji typu II występuje tam, gdzie struktury własnościowe są skoncentrowane. Wysoka koncentracja własności prowadzi do nasilenia konfliktu agencji na linii pryncypał – pryncypał, czyli konfliktu pomiędzy akcjonariuszem dominującym, który dąży do uzyskania prywatnych korzyści i ma szansę je osiągnąć w wyniku swojej uprzywilejowanej w spółce pozycji, oraz akcjonariuszami mniejszościowymi (Faccio i Lang, 2002; Faccio, Lang i Young, 2001; Renders i Gaeremynck, 2012; Thomsen, Pedersen i Kvist, 2006). Ten konflikt może na przykład prowadzić do tunelowania aktywów ze spółki przez dominującego akcjonariusza zarówno w formie transakcji z samym sobą (ang. *self dealing-transactions*), jak i nieoptymalnych transakcji finansowych (Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes i Shleifer, 2008; Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes i Shleifer, 2000; Zalega 2002). W każdym razie koncentracja struktur własnościowych prowadzi do złagodzenia konfliktu na linii pryncypał – agent, gdyż akcjonariusze, którzy mają duże udziały w spółce, ponoszą także duże ryzyko związane z inwestycjami w akcje, a przez to mocniej angażują się w bezpośredni nadzór nad spółkami (La Porta, Lopez-de-Silanes i Shleifer, 1998). Dodatkowo ich inwestycje są najczęściej długoterminowe i, w przeciwieństwie do akcjonariuszy mniejszościowych, nie są oni w stanie „głosować nogami” (Renders i Gaeremynck, 2012). Ale jeden konflikt interesu jest zastępowany innym.

I. Clacher, D. Hillier i P. McColgan (2010) odnoszą się do problemu uprzywilejowania akcji (ang. *dual-class shares*) jako czynnika kreującego konflikt interesu pomiędzy akcjonariuszami większościowymi i akcjonariuszami mniejszościowymi. W tym wypadku założyciele spółki często posiadają małe udziały we własności, pozwalające im na jej kon-

trolowanie, dzięki emisji akcji uprzywilejowanych, która ma najczęściej miejsce na początkowym etapie jej rozwoju. Ci autorzy nazywają nawet takich inwestorów mniejszościowymi akcjonariuszami kontrolującymi (ang. *controlling minority shareholders*). Przykładem może być spółka Google, która wyemitowała akcje serii A i serii B. Pierwsze są w posiadaniu założycieli, drugie w posiadaniu inwestorów publicznych. Na każdą akcję serii A przypada 10 głosów, na akcję serii B 1 głos. Akcje uprzywilejowane co do głosu, jak przedstawili H. Cronqvist i M. Nilsson (2003) na podstawie obserwacji panelu 309 spółek szwedzkich z lat 1991–1997, pozwalają na ochronę kontrolujących akcjonariuszy mniejszościowych przed funkcjonowaniem rynku kapitałowego jako rynku kontroli spółek. Co więcej, ich badania pokazały, że z tego instrumentu najczęściej korzysta własność rodzinna. Jak dokładnie oszacowali 1,5 do 2 razy częściej niż inni inwestorzy (inne spółki lub finansowi inwestorzy instytucjonalni). Co istotne, spółki z kontrolującymi inwestorami mniejszościowymi, jak dodali, cechuje obniżona od 6 do 25% wartość spółki i niższe wartości wskaźnika ROA.

Jak zostało stwierdzone, konflikt agencji typu II, podobnie jak konflikt agencji typu I, prowadzi do uzyskiwania przez jedną ze stron, w tym wypadku kontrolującego akcjonariusza, prywatnych korzyści. P. Volpin (2002) wskazuje nie tylko na uprzywilejowane emisje akcji, ale również na nabycie przez spółki własnych akcji, transfer aktywów, utrzymywanie władzy bez względu na wyniki i generalnie opisane już tunelowanie aktywów. Częstym tu mechanizmem są na przykład transakcje z podmiotami powiązanymi, którym jest akcjonariusz kontrolujący lub podmiot z nim powiązany (Anderson i Reeb, 2003). Takie transakcje zazwyczaj przynoszą wymierne korzyści akcjonariuszowi kontrolującemu, który najczęściej uzyskuje dodatkowy dochód wynikający ze sprzedaży aktywów, wynajmu pomieszczeń biurowych, świadczenia usług lub innej działalności. Cena za nie jest często wyższa niż cena rynkowa.

Trzecia płaszczyzna konfliktu interesu w spółce dotyczy relacji pomiędzy właścicielami a kredytodawcami (Anderson, Mansi i Reeb, 2010). Obie grupy stają w obliczu różnych poziomów ryzyka i wybory menedżerów, którzy zarządzają spółkami, muszą dotyczyć również różnych stóp zwrotu związanych z wykorzystaniem kapitału dostarczonego zarówno przez właścicieli, jak i kredytodawców. Podstawowe ryzyko właścicieli wiąże się ze zdolnością spółki do osiągnięcia zysków i generowania przepływów pieniężnych oraz inwestowaniem kapitału. Ryzyko kredytodawców wiąże się z trudnościami spółki w spłaceniu odsetek oraz pożyczonego kapitału. To ryzyko prowadzi do wyższego kosztu kapitału. Jak wskazali C. Smith i J. Warner (1979), gdy ryzyko niedotrzymania umowy

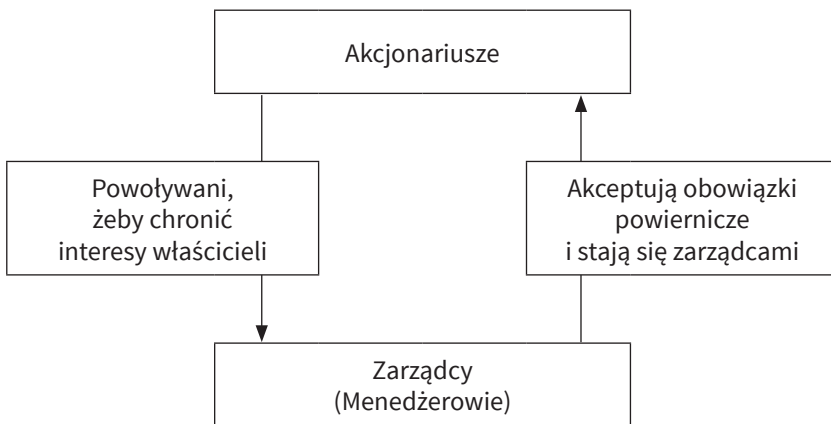
przez spółkę rośnie, kredytodawcy dążą do uzyskania wyższej kompensaty, żądając wyższych stóp procentowych od pożyczanego kapitału.

M. Aluchna (2007) podkreśla również, iż część decyzji podejmowanych w spółce redukuje korzyści kredytodawców, obniżając wartość długu. Wskazuje ona przy tym na: wypłaty dywidend; zmianę kategorii roszczeń (ang. *claim dilution*), co może nastąpić w przypadku zaciągnięcia nowego długu; zamianę aktywów (ang. *asset substitution*) z inwestycji niskiego ryzyka na inwestycje wyższego ryzyka; niedoinwestowanie (ang. *underinvestment*), co ma miejsce, gdy duża część wartości spółki opiera się na przyszłych możliwościach inwestycyjnych, a co może sprawić, iż spółka z dużym zadłużeniem może zrezygnować z projektów o pozytywnych wartościach NPV, na których skorzystałoby kredytodawcy.

Teoria agencji, choć ma swój ogromny wkład w wyjaśnienie problemów ładu korporacyjnego, podlega również krytyce. A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005) zauważają, że jest ona mocno zakorzeniona w anglosaskim systemie ładu korporacyjnego. W niektórych krajach jej zastosowanie ma małe znaczenie ze względu na różnice kulturowe i wynikające z nich kolektywistyczne i hierarchiczne podejście w zarządzaniu spółkami, a także awersję do ryzyka. Wskazywał na to także M. Yoshimori (2005), porównując ład korporacyjny w japońskich (Toyota i Canon) i amerykańskich spółkach (General Motors i Xerox). Dodatkowo, A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan dodali, iż nurt pozytywny teorii agencji jest krytykowany za proponowanie wielu rozwiązań, których skuteczność jest kwestionowana. Chodzi tu na przykład o rynki kontroli spółek czy udział w radach zewnętrznych dyrektorów. Co więcej, jak podkreślili ci autorzy, teoria agencji jest ideologiczna i jednostronna. Zakłada zachowania egoistyczne menedżerów, a w zasadzie nie porusza problemu możliwego eksploatowania spółki i nieodpowiedniego zachowania właścicieli. Dotyczy to zwłaszcza tych opracowań, które odnoszą się do konfliktu agencji pierwszego typu I. B. Tricker (2009) dodaje również, że krytyka teorii agencji dotyczy także jej podejścia opisującego relacje w sposób kontraktowy. Jak dodaje, takie spojrzenie na problemy ładu korporacyjnego pomija osobiste relacje członków i ich zachowania, dynamikę rad i polityczne intrygi wewnątrz nich. Inny wskazany przez B. Trickera problemem to założenie przez teorię agencji, że natura człowieka jest egoistyczna i motywowana własnym interesem. Tym samym teoria ta pomija złożoną naturę człowieka, w tym jego zachowania altruistyczne. Innymi słowy, teoria agencji zakłada, iż menedżerom najwyższego szczebla nie można zaufać. Tak nie musi być, a koncepcja prawna spółki patrzy na relacje właściciel – menedżer odwrotnie. Tym niemniej, jak wskazano wcześniej, główny nurt badań ładu korporacyjnego opiera się na założeniach teorii agencji.

1.3. Zbieżność interesów w spółce – perspektywa teorii służebności

Krytycy teorii agencji twierdzą, że choć konflikt interesu w spółce może występować i świadczą o tym przypadki nadużyć menedżerskich, to jednak gdy weźmie się pod uwagę ogromną liczbę spółek na świecie, można stwierdzić, że nadużycia mają charakter incydentalny (Tricker, 2009). Ponadto dodają oni, że sama teoria agencji stoi w opozycji do koncepcji prawnej spółki i odpowiedzialności menedżerów. Tę sprzeczność podkreśla się nawet w Stanach Zjednoczonych, gdzie przypadki nadużyć menedżerskich osiągnęły spółki o ogromnej wartości rynkowej. Obowiązki powiernicze (ang. *fiduciary duty*), jakie mają tam menedżerowie, wskazują, że powinni oni działać jako powiernicy (zarządcy) w najlepszym interesie właścicieli spółek. Takie podejście opisuje teoria służebności (ang. *stewardship theory*), która w Polsce bywa również określana jako teoria stewarda (Rudolf, Janusz, Stos i Urbanek, 2002) czy teoria zarządcy (Koładkiewicz, 2013), a której podstawowe założenia zostały przedstawione na rysunku 2.



Rysunek 2. Relacje pomiędzy właścicielami a menedżerami w teorii służebności

Źródło: B. Tricker (2009, s. 224)

Wracając do teorii agencji, która jest często konfrontowana z teorią służebności, to jej pozytywistyczny nurt zakłada, iż menedżerowie mają skłonności do działania we własnym interesie, natomiast teoria służebności czyni odwrotne założenie. Otóż przyjmuje, że menedżerowie są

wewnętrznie motywowani do działania w najlepszym interesie swoich pryncypałów. Tym samym, jak podkreśla B. Tricker (2009), ta teoria odzwierciedla klasyczne podejście do spółki, zgodnie z którym członkowie organów statutowych działają w imieniu akcjonariuszy, a nie swoim własnym lub innych interesariuszy spółki. Podchodzą tym samym do swoich obowiązków jako rzetelni zarządcy, czyli uczciwie i niezależnie. Teoria ta nie kwestionuje oczywiście, że spółka musi również realizować interesy klientów, dostawców, pracowników czy innych uprawnionych interesariuszy, ale stawia na pierwszym miejscu interes właścicieli. Pod tym względem jest podobna do teorii agencji, choć inaczej – jak zaznaczono wcześniej – rozpoznaje główny problem spółki, czyli istnienie konfliktu interesu pomiędzy pryncypałami a agentami. Natomiast konflikt interesu pomiędzy spółką a interesariuszami – jak ujmuje to B. Tricker – jest wspieranym przez prawo stymulatorem presji konkurencyjnej na wolnym rynku.

Teoria służebności została gruntownie opisana przez J. Davisa, F. Schormana i L. Donaldsona (1997), którzy stwierdzili, że menedżerom przychodzi łatwiej realizowanie interesów właścicieli spółek, gdy:

- a) identyfikują się ze spółką, w której pracują, a w szczególności z jej celami;
- b) używają głównie władzy osobistej niż wynikającej z przymusu;
- c) przyjmują filozofię zarządzania zorientowaną na zaangażowanie, a nie zorientowaną na kontrolę;
- d) działają w kulturze kolektywistycznej, a nie w kulturze indywidualistycznej.

W Polsce teoria służebności została dość gruntownie opisana m.in. w pracach M. Aluchny (2015), L. Bohdanowicza (2009), I. Koładkiewicz (2013), J. Jeżaka (2010a) czy S. Rudolfa, T. Janusza, D. Stosa i P. Urbanka (2002). Wskazano w nich szczegółowo, że zgodnie z teorią służebności menedżerowie kierują się potrzebą osiągnięcia sukcesu i samorealizacji, a działanie w interesie pryncypałów prowadzi do poprawy ich pozycji zawodowej oraz pozytywnej oceny na rynku talentów menedżerskich. Natomiast same relacje w spółce powinny cechować: wzajemne zaufanie, stawianie na samokontrolę i fachowość, potrzeba sukcesu oraz umiejętność współpracy i dialogu (Jeżak, 2010a).

Teoria służebności odnosi się również do roli rady spółki, gdy konflikt interesu w zasadzie nie występuje, a menedżerowie kierują się zasadą samokontroli. W takich warunkach funkcja kontrolna rady schodzi oczywiście na dalszy plan, a kluczowa staje się funkcja doradzania, tym samym dostarczania konstruktywnej informacji zwrotnej w opiniowaniu decyzji wyższej kadry menedżerskiej (Bohdanowicz, 2009; Koładkiewicz, 2013; Sundaramurthy i Lewis, 2003).

Podobnie jak teoria agencji, teoria służebności stała się źródłem wielu rekomendacji praktycznych dla spółek. Tak jak sama teoria, również jej rekomendacje są w opozycji do teorii agencji. Na te rekomendacje wskazują A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005). Są to:

- 1) spółki w modelu jednopoziomowym nie powinny rozdzielać funkcji prezesa zarządu i przewodniczącego rady, gdyż nie sprzyja to koncentracji wiedzy, zaangażowania i informacji;
- 2) rady powinny być zdominowane przez członków wykonawczych;
- 3) mniejsza liczebność rady sprzyja jej efektywności i wpływa na lepsze wyniki spółek;
- 4) członkowie rady powinni pełnić swoje funkcje przez jak najdłuższe kadencje;
- 5) należy szukać rozwiązań, które ugruntują bliskie interesy właścicieli i menedżerów najwyższego szczebla, a nie będą koncentrowały się na kontroli tych drugich.

Odnosząc się do roli własności menedżerskiej w świetle teorii służebności, można jeszcze raz skonfrontować ją z teorią agencji. Otóż teoria agencji widziała w tej własności mechanizm zbliżania interesów właścicieli i menedżerów najwyższego szczebla. Zgodnie z teorią służebności nie ma potrzeby istnienia takich mechanizmów, a właściciele-menedżerowie tak samo jak menedżerowie bez udziału we własności będą działali jako uczciwi zarządcy zarówno w interesie swoim, jak i w interesie innych akcjonariuszy.

Teoria służebności podlega, podobnie jak inne teorie, krytyce. Spółęgowały ją jeszcze skandale korporacyjne przełomu XX i XXI w., które podważyły zaufanie do menedżerów najwyższego szczebla. B. Tricker (2009) uważa, że nowoczesna spółka różni się od spółki dziewiętnastowiecznej, do której bardziej ta teoria przystaje, a przyjęte przez nią założenie, iż grupa akcjonariuszy posiadających pojedynczą spółkę wybiera lojalnych wobec siebie menedżerów najwyższego szczebla jest naiwne. W dzisiejszych spółkach – jak podkreśla ten autor – właściciele są odseparowani od spółek i nie wybierają menedżerów. Jednak należy podkreślić, iż to stwierdzenie dotyczy przede wszystkim spółek w krajach anglosaskich, gdzie własność jest rozproszona. B. Tricker dodaje również, że skoro teoria ta jest zakorzeniona w prawie, to jest normatywna i jedynie wskazuje, co powinno być zrobione, ale w rzeczywistości nie przyczynia się do wyjaśnienia relacji przyczynowo-skutkowych pomiędzy konkretnym zachowaniem a wynikami spółek. Tu, uznając słuszność stwierdzenia B. Trickera, można ocenić, że jest to źródłem tak dużej dysproporcji w liczbie badań empirycznych, które szukają wyjaśnienia relacji pomiędzy właścicielami spółek a menedżerami najwyższego szczebla w obu teoriach, tj. w teorii agencji i w teorii służebności. Zdecydowana większość z nich opierała się na założeniach tej pierwszej.

Oceny teorii służebności dokonali również A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005). Zauważyli oni, że zarówno ta teoria, jak i teoria agencji mogą być prawdziwe, ale tylko we własnej domenie, już nie poza nią. Co więcej, spółki mogą być w tym samym czasie w relacjach opisanych przez teorię agencji z niektórymi menedżerami i w relacjach opisanych przez teorię służebności z innymi, a natura tych relacji może zmieniać się w czasie.

1.4. Wpływ otoczenia i budowanie kapitału relacyjnego – perspektywy teorii instytucjonalnej, strategicznego wyboru, zależności zasobowej i interesariuszy

Podstawy do wyjaśniania wpływu otoczenia i różnych płaszczyzn budowania relacji spółek z nim dała teoria instytucjonalna (ang. *institutional theory*), w tym szczególnie izomorfizm instytucjonalny (ang. *institutional isomorphism*), a także teoria strategicznego wyboru (ang. *strategic choice theory*) oraz teoria zależności zasobowej (ang. *resource dependency theory*). U podstaw tych teorii leży chęć analizy relacji społecznych wewnątrz i na zewnątrz spółki, a w odniesieniu do funkcjonowania ich rad, którymi te teorie także się zajmują, wyjaśnienie instytucjonalnych i społecznych aspektów funkcjonowania tych organów statutowych. Na budowanie relacji z otoczeniem można również spojrzeć w sposób zaproponowany przez teorię interesariuszy (ang. *stakeholders theory*).

Teoria instytucjonalna w swoim kluczowym założeniu przyjmuje, iż większość akcji podejmowanych przez spółki odzwierciedla wzorce, które ewoluowały w czasie i zostały usankcjonowane przez te spółki i ich otoczenie. Na tej podstawie K. Eisenhard (1988) stwierdziła, że praktyki spółek mogą zostać przewidziane i wytłumaczone poprzez analizowanie tradycji sektora i historii spółki. Stąd też wiele miejsca w literaturze poświęcono izomorfizmowi instytucjonalnemu (DiMaggio i Powell, 1983). Izomorfizm instytucjonalny można określić jako proces wpływania na spółki, aby te przypominały inne spółki działające w podobnych warunkach otoczenia. Zwłaszcza otoczenie konkurencyjne wpływa silnie na izomorfizm spółek. Podłożem izomorfizmu może być zależność lub dominacja innej spółki (izomorfizm przymusowy, ang. *coercive isomorphism*), kopiowanie innych spółek (izomorfizm mimetyczny, ang. *mimetic isomorphism*) lub profesjonalizacja działalności (izomorfizm normatywny, ang. *normative isomorphism*).

P. DiMaggio i W. Powell (1983) usystematyzowali również warunki, które sprzyjają izomorfizmowi i sprawiają, że jego wpływ na spółki jest większy. Po pierwsze, decyduje o nim większa zależność jednej spółki od drugiej, włączając w to zależność od jej lub wspólnych zasobów. Po drugie, izomorfizmowi sprzyja większa niepewność co do relacji pomiędzy celami i środkami. Po trzecie, spółki stają się podobne, gdy występuje większa niejednoznaczność ich celów. Po czwarte, izomorfizm nabiera na znaczeniu, gdy jest większa zależność od kwalifikacji akademickich rekrutowanych pracowników. Po piąte, upodabnianie spółek następuje, gdy członkowie organów statutowych oraz inni pracownicy są członkami profesjonalnych organizacji.

Izomorfizm, jak zostało zaznaczone, dotyczy również funkcjonowania organów statutowych spółek. A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005) podkreślili, że w odniesieniu do nich niektórzy autorzy zajmujący się izomorfizmem stwierdzili, iż rady działają pod wpływem sił izomorficznych, a ich głównym zadaniem jest raczej legitymizacja spółki i wniesienie wartości symbolicznych, a nie sam udział w nadzorowaniu spółek. Natomiast same zachowania tych organów stają się podobne, gdy replikują one struktury i procesy podobnych spółek i w ten sposób dążą do legitymizowania się. Generalnie jednak na podstawie głównych założeń proponowanych przez to podejście można stwierdzić, że organy statutowe spółek o podobnym poziomie własności menedżerskiej mogą mieć podobne struktury i działać w podobny sposób.

Mimo spowodowanego wpływem otoczenia izomorfizmu, zauważono również inercję spółek związaną z warunkami, w których zostały one założone (Boeker, 1989). Powoduje ona, że niektóre spółki opierają się i unikają wpływu zewnętrznych nacisków. Otóż spółki adaptują szereg rozwiązań, które są charakterystyczne dla czasu, w którym zostały założone i odciskają one swoje piętno na cały czas ich funkcjonowania. Te praktyki stają się dla spółek standardem działania.

Najważniejszy argument wysuwany przez krytyków izomorfizmu instytucjonalnego wskazuje, że podejście prezentowane przez ten izomorfizm byłoby słuszne, gdyby spółki nie były pod silnym wpływem otoczenia konkurencyjnego i dlatego izomorfizm w małym stopniu uwzględnia ich strategiczne wybory. Te opisuje teoria wyboru strategicznego (Judge i Zeithaml, 1992). Innymi słowy, izomorfizm miałby większe znaczenie, gdyby nie było tak silnej konkurencji, a ta dziś przenosi się na różne płaszczyzny. Jedną z nich mogą być też praktyki w zakresie ładu korporacyjnego.

Druga z teorii, czyli teoria strategicznego wyboru, odrzuca neoinstytucjonalne założenie deterministycznego wpływu na spółkę jej historii, wielkości i technologii, a zamiast tego proponuje spojrzenie zakładające,

iz to spółka sama kreuje swoją pozycję w otoczeniu. Ta teoria nie kwestionuje oczywiście nacisków ze strony otoczenia, ale wskazuje, że spółki mają możliwość wyboru wewnętrznej struktury, mogą podejmować próby manipulowania otoczeniem czy też same mogą zakładać cele w zakresie wyników swojej działalności. Struktura, możliwość manipulowania i wyniki będą odzwierciedleniem politycznych wyborów i akcji podejmowanych przez dominującą koalicję, np. menedżerów lub dominujących akcjonariuszy, a jak stwierdzili W. Judge i C. Zeithaml (1992), w rzeczywistości menedżerowie mają dużą swobodę w kształtowaniu losów spółki. Na pewno ta swoboda jest jeszcze większa, gdy są równocześnie znaczącymi akcjonariuszami spółek.

Teoria wyboru strategicznego, a dokładnie zgodnie z jej nurtem K. Andrews (1986), odnosi się również do roli rad spółek. Sugeruje ona, że najważniejszą funkcją tego organu jest nadzór nad procesem formułowania i implementacji strategii, a także ratyfikowanie celów oraz planowanej przez menedżerów najwyższego szczebla polityki. Rada powinna również wносить konstruktywne uwagi do rekomendacji menedżerów w zakresie proponowanych zmian. Jest to jednak jedna z nielicznych opinii wygłoszonych w nurcie teorii wyboru strategicznego, która odnosi się do problemów ładu korporacyjnego. A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. M. Ryan (2005) uważają wprost, że implikacje tej teorii dla ładu są słabo rozwinięte.

Kolejna z teorii opisujących budowanie relacji spółki z otoczeniem, czyli teoria zależności zasobowej została szczegółowo opisana w Polsce, podobnie jak niektóre z wcześniej przedstawianych tu teorii, m.in. przez L. Bohdanowicza (2009), J. Jeżaka (2010a), I. Koładkiewicz (2013) czy S. Rudolfa, T. Janusza, D. Stosa i P. Urbanka (2002). Teoria ta postrzega radę spółki jako mechanizm łączący ją z otoczeniem oraz przyczyniający się do pozyskania z niego krytycznych dla spółki zasobów, a także zwraca uwagę na wzajemne zależności spółek w otoczeniu i podkreśla rolę członków rad jako źródła zmniejszania niepewności funkcjonowania tych spółek w otoczeniu. W przeciwieństwie jednak do teorii strategicznego wyboru nie zakłada, że spółka kształtuje otoczenie, ale raczej, że stara się do niego dostosować. Krytycznymi zasobami, które może pozyskać spółka poprzez swoje organy statutowe, bo na te zasoby teoria zależności zasobowej kładzie szczególny nacisk, mogą być: dostęp do istotnych rynków, kapitału, know-how lub technologii, a także relacje biznesowe, polityczne czy społeczne (Tricker, 2009). W podobnym tonie P. Dunn (2012), analizując wkład w rozwój tej teorii J. Pfeffera i G. Salancika (1978), podkreśliła, że członkowie rad wnoszą trzy korzyści do spółki, tj. przynoszą spółce legitymizację działania, są źródłem doradzania menedżerom i są użytecznym łącznikiem komunikacyjnym z zewnętrznym środowiskiem. Wszystkie

te zasoby mogą być przydatne, gdy na czele spółek stoją właściciele-menedżerowie, a sposób ich pozyskania, tzn. poprzez powołanie członków rad o odpowiedniej reputacji i możliwościach, może być dla nich szczególnie korzystny.

Powołanie do rad członków z odpowiednim doświadczeniem oraz wiedzą może przyczynić się do zwiększenia potencjału tych organów i być źródłem doradzania menedżerom najwyższego szczebla. I. Kołodkiewicz (2013) wskazuje, że rada spółki ma możliwość generowania dla niej czterech rodzajów korzyści. Jest to:

- a) dostęp do specyficznych zasobów, np. wiedzy członków, która może mieć strategiczne znaczenie,
- b) przepływ informacji pomiędzy otoczeniem zewnętrznym a spółką,
- c) pomoc w pozyskaniu zasobów od ważnych dla spółki interesariuszy,
- d) uprawomocnienie (legitymizacja).

Spółki mogą poprawiać swoją reputację poprzez rekrutację ważnych i wpływowych indywidualności do rady. Obecność w radzie członków o dużej reputacji sprawia, że poprawia się zewnętrzne postrzeganie spółki i w ten sposób ci członkowie tworzą wartość dla niej. Legitymizacja spółki może być szczególnie istotna dla spółek w pewnych, wyjątkowych okolicznościach. Na przykład, S. Certo (2003) wskazuje, że spółki chętnie korzystają z opisywanych tu mechanizmów podczas debiutów giełdowych, co ma na celu zredukowanie niepewności wynikającej z nowości i ma wyeliminować związane z tym zagrożenie niedowartościowania akcji. Ostatnio zwraca się też uwagę na legitymizowanie spółek poprzez powoływanie do rad kobiet, co ma być pozytywnym sygnałem zarówno dla zatrudnionych w spółce innych kobiet, jak i tych kobiet, które będą dopiero podlegały procesowi rekrutacji (Dunn, 2012). Problemem tym zajmuje się również teoria sygnalizowania opisana w dalszej części niniejszego opracowania.

A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005) odnoszą się również do krytyki teorii zależności zasobowej szczególnie w odniesieniu do dużych korporacji. Podkreślają oni, że ta teoria powstała w latach siedemdziesiątych do wyjaśnienia głównie procesów fuzji i przejęć oraz powiązań personalnych w organach statutowych spółek (ang. *interlocking directorate*). Wtedy otoczenie łatwiej było kontrolować. Dzisiaj jest to dużo trudniejsze i mechanizmy proponowane przez tę teorię mogą nie być wystarczające.

Ostatnia z wymienionych teorii opisujących wpływ otoczenia i budowanie relacji spółki z nim to teoria interesariuszy (Freeman, 1984; Donaldson i Preston, 1995). Teoria w Polsce często opisywana w kontekście kreowania wartości dla interesariuszy i układania relacji z nimi (Jeżak, 2010).

Często służy również do przeciwstawiania tworzenia wartości dla akcjonariuszy jako nadrzędnego celu spółek i wskazania, że spółki powinny raczej starać się realizować cele wielu różnych interesariuszy, w tym np. klientów, pracowników, menedżerów, kooperantów, kredytodawców, akcjonariuszy, lokalną społeczność, a także państwo i szerszy społeczny interes w zakresie ochrony środowiska (Campbell, 1997; Letza, Sun i Kirkbride, 2004). Odrzucenie supremacji akcjonariuszy czyni tę teorię podobną do teorii produkcji zespołowej, która także zostanie przedstawiona później. Cz. Mesjasz (2008) zwraca uwagę, że podwaliny pod uwzględnienie w celach funkcjonowania spółek interesów społecznych stworzyła już E. Penrose (1959), ale sam termin interesariusze został użyty na początku lat sześćdziesiątych przez I. Ansoffa (1965) przy opisywaniu problemów planowania strategicznego. Przy czym – jak dodaje Cz. Mesjasz – chodziło tu głównie o zapobieganie konfliktom między spółką i interesariuszami, a nie samo kreowanie wartości dla nich.

Proponując łączenie interesów różnych interesariuszy, teoria ta wskazuje również, w jaki sposób należy je identyfikować. Otóż tym kryterium powinien być wpływ na cele. Uwaga menedżerów powinna być przede wszystkim zwrócona na tych interesariuszy, którzy wpływają na cele spółki i pozostają pod ich wpływem. Dodatkowo A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005) wskazują również na ewolucję teoretyczną relacji pomiędzy spółką i interesariuszami oraz roli rad spółek. Odnoszą się oni tu do wskazań R. Freemana (1984), który początkowo uważał, że rady spółek muszą być świadome swojego wpływu na kluczowych interesariuszy, ale muszą raczej reagować na ich oczekiwania. Nie sugerował on na przykład obecności przedstawicieli interesariuszy w organach statutowych. Już później, W. Evan i R. Freeman (1993) sugerowali bardziej radykalną wersję tej teorii. Proponowali, aby rady spółek miały obowiązek działania w interesie spółki i jej interesariuszy, a nie jedynie akcjonariuszy. Ponadto sugerowali oni, aby w skład tych organów wchodził przedstawiciele akcjonariuszy, pracowników, klientów, dostawców czy lokalnej społeczności. Jej implikacje z punktu widzenia własności menedżerskiej mogą być zatem podobne jak w przypadku teorii zależności zasobowej, a powołanie do rad przedstawicieli interesariuszy pomaga właścicielom-menedżerom w budowaniu relacji z otoczeniem.

Krytyka tej teorii jest dość mocna, szczególnie w Stanach Zjednoczonych. A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005) wskazują, że jest ona przeprowadzana na wielu płaszczyznach, łącznie z dyskusją, czy zasługuje ona na miano teorii, gdyż jest mocno narratywna, zbliżona do jakiejś wizji i niespójna. B. Tricker (2009) zgadza się z tym, stwierdzając jednocześnie, że zajmuje się ona wartościami i przekonaniem na temat relacji pomiędzy ludźmi, przedsiębiorstwami i państwem oraz dyskur-

sem na temat równowagi obowiązków, odpowiedzialności i władzy pomiędzy interesariuszami. Jak dodaje, to nie jest predykcyjna teoria, na której mogłyby się opierać badania i sugeruje, że lepiej nazywać ją filozofią, a nie teorią.

Co więcej, niektórzy autorzy – jak dodają A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan – podkreślają, iż jest słabo rozwinięta, a ponadto nie wskazuje, w jaki sposób konflikt celów powinien być rozwiązany. Choć nie ma wątpliwości, że pewna równowaga interesów interesariuszy powinna być zachowana, jednak zachowanie tej równowagi odbywa się głównie poprzez realizację celów przedsiębiorstwa. Mimo krytyki trudno jednak podważać wpływ tej teorii na funkcjonowanie dzisiejszych spółek i jej istotną rolę zarówno w zarządzaniu nimi, jak i zapewnieniu efektywnego ładu korporacyjnego.

1.5. Instrumentalne traktowanie pozycji w spółce – perspektywy teorii hegemonii menedżerskiej, hegemonii technostruktury oraz hegemonii klas

Organy statutowe są postrzegane instrumentalnie przez trzy teorie – teorię hegemonii menedżerskiej (ang. *managerial hegemony theory*), teorię hegemonii technostruktury (ang. *hegemony of the technostucture*) oraz teorię hegemonii klas (ang. *class hegemony theory*). Teoria hegemonii menedżerskiej została w Polsce opisana m.in. przez L. Bohdanowicz (2009), J. Jeżaka (2010a) oraz S. Rudolfa, T. Janusza, D. Stos i P. Urbanka (2002) i jest ona najczęściej przytaczaną spośród tych trzech teorii. Pozostałe teorie opisane zostały m.in. przez C. Daily, D. Daltona i A. Cannellę (2003), A. Hougha, M. McGregor-Lowndesa i Ch. Ryan (2005), R. Kosnik (1987) czy B. Trickera (2009).

Perspektywa teorii hegemonii menedżerskiej, podobnie jak teorii hegemonii klas, jest zakorzeniona w naukach społeczno-politycznych i zwraca uwagę na elity menedżerskie oraz ich własne wyobrażenie o sobie. B. Tricker (2002) zauważa, że menedżerowie najwyższego szczebla postrzegają siebie jako elitę biznesową. Taka własna ocena zachęca ich do odpowiedniego jak na elitę zachowania się i zdominowania zarówno spółek, jak i ich zewnętrznych powiązań. Te same mechanizmy działają oczywiście w przypadku właścicieli-menedżerów. Co więcej, zostanie top menedżerem, niezależnie od udziału w strukturach własnościowych, sprawia, że

nowa osoba musi dostosować własny wizerunek i zachowanie do obecnych elit. B. Tricker (2002) dodaje, że podobne zasady obowiązują niezależnych członków organów statutowych, którzy zostają tylko wtedy powołani, jeśli uznają i podtrzymają dominację rządzącej spółkami grupy. To jednak może ograniczać rzeczywistą niezależność tych członków.

Źródła teorii hegemonii menedżerskiej, podobnie jak teorii agencji, doszukuje się – jak podkreślają A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005) – w badaniach A. Berle i G. Meansa (1932) i ich przedstawionym już w tej pracy stwierdzeniu, że to raczej menedżerowie, a nie właściciele sprawują kontrolę nad spółkami. Oczywiście obie teorie zwracają uwagę na inne aspekty. Zgodnie z teorią hegemonii menedżerskiej władza w spółkach należy do menedżerów, którzy są w stanie zdominować rady spółek będące organami kontrolnymi wobec nich. H. Hung (1998), opisując teorię hegemonii menedżerskiej, stwierdził, że teoria ta uznaje rady spółek za organy wspierające menedżerskie decyzje, a nie monitorujące je. W każdym razie teoria hegemonii menedżerskiej odnosi się do sytuacji, w której strategiczne decyzje są podejmowane przez profesjonalnych menedżerów, a ich pozycja w spółce jest postrzegana jako uprzywilejowana. R. Kosnik (1987) przyznała, że teoria hegemonii menedżerskiej opisuje radę jako instytucję opierającą się na kooptacji, co w rezultacie oznacza wybór członków rady przez menedżerów najwyższego szczebla, która pomimo swej formalnej władzy nad zarządzającymi spółkami, jest w rzeczywistości przez nich zdominowana i stąd nieefektywna w łagodzeniu konfliktu pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami. Nie jest w stanie zatem być narzędziem zmniejszania kosztów i rozwiązywania problemu agencji, a taką rolę radzie wyznaczyła przecież teoria agencji. Tym samym teoria ta uznaje, że rola rad spółek opisana w literaturze jest przesadzona i wskazuje, że rzeczywistymi suwerenami są menedżerowie. Oczywiście kooptacja ma głównie miejsce w systemie anglosaskim, choć podobny do niej efekt występuje w spółkach zdominowanych przez właścicieli-menedżerów, nawet w modelu dwupoziomym organów statutowych.

M. Mace (1971), z powodu słabej pozycji rad spółek, podkreślił lukę, jaka powstała między praktyką a wręcz mitycznym przedstawieniem tych organów w literaturze oraz rozbieżności w opisywaniu, co członkowie rad robią, a co powinni robić. Dodatkowo opisał ich słabości, nazywając rady nawet „ozdobami na bożonarodzeniowych choinkach” (ang. *ornaments on a corporate Christmas tree*) i „gumowymi pieczętkami” (ang. *rubber stamps*), a także „klubami starszych panów” (ang. *old boys clubs*). Wtórował mu P. Drucker (1974), określając posiedzenia rad oraz ich funkcjonowanie bezsilnym ceremoniałem i fikcją prawną (ang. *an impotent ceremonial and legal fiction*).

Teoria hegemonii menedżerskiej pokazuje szereg wad rad spółek, w tym problemy z kontrolowaniem menedżerów najwyższego szczebla, a także z wyborem członków tych organów statutowych. Zdarza się chociażby, że menedżerowie najwyższego szczebla kooptują ich, a później członkowie rad nie mają ochoty oraz siły sprzeciwić się ich propozycjom i tak faktycznie tylko pieczętują politykę menedżerów (Kosnik, 1987). J. Lorsch i E. MacIver (1989) wskazali szereg ograniczeń, które napotyka ją rady podczas wykonywania swoich obowiązków. Zaliczyli do nich na przykład brak czasu i umiejętności, a także świadomości realizowanych celów czy dużą siłę menedżerów. Również R. Kosnik (1987) przedstawiła listę przyczyn pasywnego zachowania rad. Zaliczyła do nich: brak wiedzy członków o sprawach spółek, zależność od informacji przekazywanych radom przez menedżerów najwyższego szczebla, a także zainteresowanie głównie korzyściami, jakie odnoszą członkowie rad z zasiadania w tych organach, np. prestiż czy wynagrodzenia.

Perspektywa teorii hegemonii menedżerskiej, ale również w podobny sposób teorii hegemonii klas, jak przedstawia B. Tricker (2009), jest krytykowana ze względu na brak badań, które opisywałyby relacje w sposób statystyczny, a także za swą nadmierną opisowość oraz zagrożenie, że przyjęta perspektywa badawcza, która głównie opiera się na analizach przypadków, może nie być wolna od osobistych uprzedzeń, egocentrycznego raportowania i tendencyjnego spojrzenia. B. Tricker dodaje jeszcze, że naprzeciwko tej krytyki można postawić kontrargumenty, które wiążą się z faktem, iż ład korporacyjny jest procesem politycznym zachodzącym między ludźmi prezentującymi własne poglądy. Liczy się zatem nie tylko statystyczna istotność, ale również indywidualne podejście. Trzeba jednak podkreślić, że teoria hegemonii menedżerskiej, choć wskazuje na istotne problemy, to jednak nie odgrywa tak ważnej roli w rozwoju ładu korporacyjnego, jak chociażby teoria agencji, która oparła swoje wyjaśnienie głównie na analizach statystycznych.

Teoria hegemonii technostruktury jest wykorzystywana przez ład korporacyjny niezwykle rzadko. Sama koncepcja technostruktury pojawiła się w pracach ekonomisty J. Galbraitha (1967) i ma ona niektóre wspólne założenia z teorią hegemonii menedżerskiej. Sam J. Galbraith, na przykład, uważał, co podkreślił też J. Jeżak (2010a), że władza w korporacji należy do menedżerów różnego szczebla, gdyż tylko oni posiadają pełną wiedzę o problemach spółki. Generalnie technostruktura jest wszystkim, co przynosi wyspecjalizowaną wiedzę, talent i doświadczenie grupie, która podejmuje decyzje. Koncepcja J. Galbraitha odnosi się głównie do sfery zarządzania, ale A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005) podkreślili, że wykracza poza nią. Na przykład J. Galbraith zaznaczył, że nie można myśleć o biznesie jedynie jako o hierarchicznej organizacji

zaangażowanej w pozyskiwanie, przetwarzanie i wymianę informacji. Otóż – jak podkreślił – gdy przetwarzanie informacji jest kluczowe dla spółki, formalna hierarchia w rzeczywistości nie odzwierciedla poziomu, na którym następuje efektywne połączenie informacji i podejmowania decyzji. Tym samym jego wyjaśnienia na temat technostruktury umniejszają również rolę rad spółek (Hough, McGregor-Lowndes i Ryan, 2005). Można jednak powiedzieć, że własność menedżerska i bezpośrednio zaangażowanie się w zarządzanie spółkami, chroni właścicieli-menedżerów przed uprzywilejowaną rolę technostruktury.

Obie opisane teorie, czyli teoria hegemonii menedżerskiej i teoria hegemonii technostruktury, krytykuje się za to, że choć opisują pewne zachowania organów statutowych, często nawet zbyt krytycznie, a wręcz karykaturalnie, to w żaden sposób nie odnoszą się do prawnej odpowiedzialności członków rad. Dotyczy to szczególnie Stanów Zjednoczonych, gdzie członkowie rad mają obowiązki powiernicze wobec właścicieli spółek. Dodatkowo zarzuca się, że te teorie są nieco przestarzałe, a członkowie rad dzisiejszych spółek są bardziej świadomi swoich prawnie określonych obowiązków i bardziej aktywni. Dodatkowo, szczególnie teorii hegemonii menedżerskiej zarzucano, że jest mało efektywna ekonomicznie, gdyż poza opisem problemów w żaden sposób nie proponuje ich rozwiązań. Tu przeciwstawiano jej teorię agencji, która wypracowała wiele z nich (Hough, McGregor-Lowndes i Ryan, 2005; Tricker, 2008).

Trzecia z teorii traktujących instrumentalnie rady spółek, czyli teoria hegemonii klas, jest silnie zakorzeniona w socjologii i określana czasem teorią elit (ang. *theory of elites*). Wskazuje ona, że wyższa klasa zdominowała kluczowe instytucje w społeczeństwie, włączając w to rady spółek. M. Useem, (1979) stwierdził, że dominująca i ograniczona liczba menedżerów najwyższego szczebla i członków rad cechuje się wspólną kulturą, nieformalną społeczną spójnością, a w wielu przypadkach również członkostwem w tych samych formalnych organizacjach (np. w ekskluzywnych klubach, stowarzyszeniach biznesowych lub organizacjach non-profit).

Zgodnie z teorią hegemonii klas posiedzenia rad spółek są miejscami, gdzie elity się spotykają i wymieniają poglądy, tak więc wzmacniają swoją spójność, pomagając w tworzeniu wspólnych poglądów na społeczne, polityczne i ekonomiczne sprawy. Tym samym ta teoria wskazuje raczej na jeden z ukrytych aspektów członkostwa w radach największych spółek niż na formalną rolę odgrywaną przez organy statutowe i ich członków. Ale jest też oczywiście możliwe, że elity, które zdominowały organy statutowe, zajmują się także problemami nadzoru nad spółkami. Tym samym teoria hegemonii klas stara się uzupełnić raczej inne teorii, a nie je zastąpić. W odniesieniu do własności menedżerskiej w spółkach można stwierdzić, iż właściciele-menedżerowie są członkami tych elit i wspólnie z innymi jej

członkami dzielą te same wartości. Co więcej, mając wpływ na strukturę rad, starają się, aby powoływani do nich byli inni członkowie elit, legitymizując w ten sposób swoją przynależność do tych elit.

A. Hough, M. McGregor-Lowndes i Ch. Ryan (2005) wskazują również na krytykę, jaka spotkała teorię hegemonii klas w odniesieniu do organizacji non-profit. Podobną krytykę można odnieść do spółek. Po pierwsze, dominacja elit w radach spadła w związku z dążeniem do wzrostu profesjonalizmu organów statutowych i wprowadzaniem wielu dobrych praktyk, np. ograniczaniem liczby rad, w których członkowie pełnią funkcje. Po drugie, nawet jeśli elity zdominowały niektóre spółki, to na pewno nie dotyczy to wszystkich, a już na pewno mniejszych spółek. Po trzecie, teoria hegemonii klas zakłada, że wyższa klasa jest spójna, co jednak nie musi być prawdą. Biorąc pod uwagę te trzy wymiary krytyki, można stwierdzić, iż rola teorii hegemonii klas w opisywaniu znaczenia organów statutowych spółek w ostatnich latach wyraźnie spadła.

1.6. Pozostałe podejścia teoretyczne

Opisane wcześniej teorie należą do najczęściej przedstawianych w opracowaniach i wykorzystywanych w badaniach empirycznych ładu korporacyjnego. Trzeba pamiętać, że sama koncepcja tego ładu, choć otrzymała w ostatnich latach solidną podbudowę teoretyczną, nie jest do końca spójna (Tricker, 2009). Już pod koniec lat osiemdziesiątych poprzedniego wieku P. Cochran i S. Wartick (1988) wyciągnęli wniosek, iż ład korporacyjny jest szerokim określeniem (dosłownie ang. *umbrella term*), które obejmuje szczegółowe kwestie związane z interakcjami pomiędzy menedżerami najwyższego szczebla, akcjonariuszami, radą spółki i innymi interesariuszami. Ten brak spójności i otwartość pojęcia oraz wielość teorii, na których ład korporacyjny się opiera, sprawiają poważne kłopoty definicyjne, ale co więcej, powodują również poważne problemy w wyjaśnianiu różnych relacji w ramach *corporate governance* (Mesjasz, 2006; Pettigrew, 1992).

Od lat osiemdziesiątych, czyli czasu, kiedy P. Cochran i S. Wartick podkreślili rozległość pojęcia ład korporacyjny, niewiele zmieniło się w sposobach jego definiowania, natomiast wzrosła liczba szczegółowych problemów, którymi ład się zajął. To sprawiło, iż do ich wyjaśniania zaczęto wykorzystywać kolejne teorie. Poza przedstawionymi wcześniej są to chociażby:

- a) teoria kosztów transakcyjnych (ang. *transaction costs theory*) – opisana przez O. Williamsona (1988), który korzystał z oryginalnej pracy R. Coase'a (1937). Głosi ona m.in. że duże ugrupowania spółek mogą pokonać niekorzyści skali poprzez właściwe struktury nadzoru. Podobnie jak teoria agencji zajmuje się problemem działania menedżerów we własnym interesie i pokusą nadużyć, ale nie nastawia się na zachowania i struktury rad, ale raczej szerzej na struktury nadzoru (ang. *governance structures*) i odpowiedź na pytanie, w jaki sposób oszczędzać na kosztach transakcji między różnymi stronami. Teoria ta została zastosowana np. przez P. McClellanda i J. P. O'Briena (2011), którzy na jej podstawie potwierdzili empirycznie i wyjaśnili, iż wiek oraz udział we własności prezesa zarządu wspólnie prowadzą do większej jego awersji do ryzyka;
- b) perspektywa teorii naczelnego kierownictwa (ang. *upper echelons theory*) – teoria ta opisuje, w jaki sposób zachowania menedżerów najwyższego szczebla, a pośrednio również wyniki spółek, mogą być wyjaśnione przez ich osobiste doświadczenia i wyznawane wartości (Hambrick i Mason, 1984). K. Rost i M. Osterloh (2010) wykorzystywały tę teorię do badania wpływu charakterystyk menedżerów najwyższego szczebla na wybory strategiczne przy opisanej przez perspektywę naczelnego kierownictwa ograniczonej racjonalności;
- c) teoria behawioralna (ang. *behavioral theory*) – ta perspektywa opiera się m.in. na założeniach stworzonych przez R. Cyerta i J. Marcha (1963). Sprzeciwia się ona traktowaniu spółki jako „czarnej skrzynki” i próbuje w jak największym stopniu przeniknąć do jej środka oraz opisać spółkę w możliwie najbardziej szczegółowy sposób. Zgodnie z tą perspektywą H. Van Ees, J. Gabrielsson i M. Huse (2009) badali interakcje i procesy wewnątrz oraz na zewnątrz rady spółki;
- d) teoria produkcji zespołowej (ang. *team production theory*) – podstawy tej teorii można odnaleźć już u A. Alchiana i H. Demsetza (1972), którzy jednak swoje rozważania oparli na teorii agencji, ale później ich wnioski wykorzystywały do wyjaśnienia prawnej koncepcji spółki i stworzenia nowej teorii M. Blair i L. Stout (1999). Teoria ta zakłada, że rolą rady spółki jest nadzór nad spółką w interesie samej spółki, a w szczególności mediacje pomiędzy różnymi członkami „zespołu produkcyjnego”, czy, jak ściślej wskazały M. Blair i L. Stout, koordynowanie aktywności członków zespołu, alokacja tego, co wypracowali i mediacje w sporach między nimi na temat tej alokacji;

- e) teoria paradoksu (ang. *paradox theory*) – teoria zastosowana przez Ch. Cornfortha (2004) oraz A. Demb i F. Neubauera (2001). Zakłada, że organizacje są z natury pełne paradoksów. Teoria ta zidentyfikowała trzy podstawowe paradoksy. Po pierwsze, władza w spółce należy do rady, ale w rzeczywistości jest sprawowana przez menedżerów najwyższego szczebla. Po drugie, członkowie rady muszą mieć gruntowną wiedzę o spółce, ale muszą być równocześnie niezależnie myślący w swoich osądach i podejmowaniu decyzji. Po trzecie, rada potrzebuje w swoim składzie członków, którzy mają do siebie zaufanie, ale równocześnie muszą oni być chętni do zadawania krytycznych pytań;
- f) teoria sygnałów (ang. *signaling theory*) – teoria wcześniej opisana przez M. Spence’a (1973) w kontekście rynku pracy i wysyłania sygnałów przez pracowników pracodawcom na temat ich zdolności. W Polsce przedstawiona na przykład przez M. Jerzemowską (1999). W odniesieniu do spółek teoria ta opisuje, w jaki sposób wykorzystują one różne sygnały do poprawienia swojej reputacji lub oceny przez inwestorów. Na przykład C. De Anca i P. Galbaldon (2014) badały, czy powołanie kobiet do rady ma większy wpływ na poprawę reputacji spółki niż powołanie do nich mężczyzn. S. Bhattacharya (1980) wykorzystał teorię sygnałów do badania relacji pomiędzy polityką dywidend a wyceną akcji spółek.

Korzystanie z wielu teorii daje poczucie niespójności i sprawia, że częste stają się postulaty głoszące potrzebę bardziej zintegrowanego podejścia do problemów ładu korporacyjnego (Jeżak, 2010a). Stąd nadal aktualne może się wydawać stwierdzenie A. Pettigrew (1992), że ład korporacyjny cierpi z powodu braku jakichkolwiek form koherencji, czy to empirycznej, czy metodycznej, czy też wreszcie teoretycznej. Stąd podejmuje tylko fragmentaryczne próby zrozumienia i wyjaśnienia, w jaki sposób funkcjonują nowoczesne spółki. Niektóre teorie koncentrują się na funkcjonowaniu rynku kontroli przedsiębiorstw, inne na relacjach właściciele – menedżerowie, jeszcze inne na strukturze rad spółek lub nawet indywidualnym zachowaniu ich członków. Te teorie mogą być również zaadaptowane do badań na temat własności menedżerskiej i jej wpływu na funkcjonowanie spółek. Trzeba też pamiętać, że w takich warunkach przy wyjaśnianiu jakiegokolwiek zjawiska ważny jest wybór odpowiedniego podejścia, które uwzględni specyfikę warunków instytucjonalnych, w jakich przychodzi prowadzić rozważania.

ROZDZIAŁ II

WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W POLSKIM SYSTEMIE ŁADU KORPORACYJNEGO

2.1. Ewolucja polskiego rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy odgrywa ważną rolę w większości państw, a giełdy papierów wartościowych są postrzegane jako barometry gospodarek sygnalizujące okresy koniunktury i dekoniunktury. Z punktu widzenia mikroekonomicznego rynek kapitałowy ma duże znaczenie zarówno dla spółek, jak i inwestorów. S. Bloomfield (2013) stwierdził, że istnienie tego rynku ma dwa cele. Po pierwsze, pozwala spółkom pozyskać kapitał, który mogą w różny sposób wykorzystać i to nie tylko w celu wzrostu lub ekspansji, ale również wejścia w nowe obszary działalności czy zachowania płynności finansowej. Po drugie, jest on rynkiem akcji dla inwestorów, który pozwala obecnym akcjonariuszom handlować między sobą tymi papierami wartościowymi, a co więcej, dzięki jego istnieniu nowi inwestorzy mogą wchodzić na rynek i kupować akcje spółek. Równocześnie obecni już na rynku inwestorzy mogą z łatwością zredukować stan swojego posiadania.

Polski rynek kapitałowy zaczął kształtować się już w XIX w., choć załączkami giełd papierów wartościowych były gildie (zgromadzenia kupieckie) odbywające się podczas jarmarków, w tym m.in. organizowane przez warszawskie bractwo kupieckie na mocy specjalnego przywileju króla Jana Kazimierza z 1658 r. Jednak pierwsza giełda papierów wartościowych na ziemiach polskich, a w zasadzie na początku giełda pieniężna, powstała 12 maja 1817 r. w Warszawie, będącej wtedy stolicą Królestwa Kongresowego, na mocy „Postanowienia Księcia Namiestnika Królewskiego o zaprowadzeniu giełdy w Warszawie” i nosiła nazwę Giełda Kupiecka w Warszawie. Pierwsza sesja giełdowa odbyła się 16 maja 1917 r. w Pałacu Saskim. Początkowo handlowano papierami dłużnymi – weksłami i obligacjami. Pierwszym papierem wartościowym na warszawskiej giełdzie

były listy zastawne Towarzystwa Kredytowego Ziemskiego w Królestwie Polskim. Dopiero w 1840 r. w cedule giełdy warszawskiej pojawiły się pierwsze akcje, a należały one do Towarzystwa Drogi Żelaznej Warszawsko-Wiedeńskiej. Jednak w 1844 r. wykreślono je z ceduły, gdyż nie udało się zebrać wystarczającego kapitału do sfinansowania budowy tej kolei. Do roku 1894 handlowano głównie wspomnianymi papierami dłużnymi. W tym okresie istotnym punktem rozwoju giełdy warszawskiej była ustawa z 1872 r., która uregulowała jej funkcjonowanie i nadała szeroką autonomię. Wybuch I wojny światowej spowodował zamknięcie giełdy warszawskiej. Warto również odnotować, że zwyczajowo od 1894 r. spółki zamieszczały prospekty emisyjne w Gazecie Losowań Papierów Publicznych, a pierwszym zamieszczonym był prospekt Towarzystwa Akcyjnego Fabryki Mebli Giętych „Wojciechów” (Polskie Radio; Surmacz, 2013).

Działalność giełdy reaktywowano dopiero 1 stycznia 1921 r., kiedy w życie weszła ustawa o organizacji giełd w Polsce. Od tego roku obowiązkowe stały się również prospekty emisyjne. W okresie międzywojennym w Polsce funkcjonowało sześć giełd papierów wartościowych, a mianowicie giełdy w Warszawie, Katowicach, Krakowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Wtedy też następował stopniowy wzrost liczby notowanych papierów wartościowych, a były to przede wszystkim obligacje (państwowe, bankowe i municypalne), listy zastawne oraz akcje. Na przykład w 1938 r. notowaniu podlegało 130 papierów wartościowych, choć samych spółek notowanych było niewiele. W kolejnym roku, tj. 1939, było ich tylko 47. Największą giełdą w okresie międzywojennym była Warszawska Giełda Pienięzna, która generowała ponad 70% obrotów całego polskiego rynku kapitałowego. Wybuch II wojny światowej spowodował zamknięcie giełd, a ostatnim opublikowanym prospektem emisyjnym był prospekt spółki Stomil Poznań SA. Już w 1946 r. Komitet Ekonomiczny Rady Ministrów próbował wznowić działalność rynku kapitałowego. Działalność rynkowa nie przystawała jednak do zmieniającej się rzeczywistości i budowanej gospodarki centralnie planowanej. Ostatecznie 21 września 1950 r. wszedł w życie dekret uchylający przepisy o organizacji giełd w Polsce, który zatrzymał rozwój polskiego rynku kapitałowego (Giełda Papierów Wartościowych; Surmacz, 2013).

Polska giełda papierów wartościowych została odbudowana wraz z transformacją polskiej gospodarki i przejściem od gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej. Już pod koniec lat osiemdziesiątych XX w. Polska rozpoczęła unikalną drogę przemian. Jak wiadomo, po II wojnie światowej polskie spółki zostały znacjonalizowane, a w czasach gospodarki centralnie planowanej w Polsce dominowała własność państwa. Upadek tej gospodarki stworzył warunki do odbudowania się różnych form prowadzenia działalności gospodarczej, a także odbudowania struktur własnościowych polskich spółek. Szczególnie trudne

były pierwsze lata transformacji, kiedy m.in. od początku trzeba było zbudować instytucje rynku kapitałowego, takie np. jak komisja papierów wartościowych, domy maklerskie czy banki inwestycyjne, a także instytucje prawne, choćby prawo dotyczące obrotu papierami wartościowymi. Także społeczeństwu polskiemu brakowało doświadczenia w zakresie funkcjonowania gospodarki rynkowej. Co więcej, brakowało również walorów, które mogłyby być przedmiotem obrotu. Stąd początek zmian ekonomicznych w Polsce w sferze odbudowywania generalnie polskiego systemu gospodarczego obejmował m.in. prywatyzację przedsiębiorstw państwowych, promowanie prywatnej własności, tworzenie rynku kapitałowego, a także – co istotne – przywrócenie kodeksu handlowego, który, co prawda, obowiązywał od 1934 r., ale przez 50 lat nie był w zasadzie wykorzystywany (Kołodkiewicz, 2001).

Sama odbudowa polskiego rynku kapitałowego i w efekcie kształtowanie polskiego systemu ładu korporacyjnego rozpoczęły się na początku lat dziewięćdziesiątych. Już 16 października 1990 r. podpisano umowę o współpracy między Polską i Francją, która miała doprowadzić do powstania w Polsce rynku kapitałowego. Wsparcie merytoryczne dostarczyła tu spółka Giełd Francuskich (Société de Bourses Françaises) i Centralnego Depozytu SICOVAM. 12 kwietnia 1991 r. podpisany został przez Ministra Przekształceń Własnościowych oraz reprezentującego Skarb Państwa Ministra Finansów akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Dzięki temu, po ponad pięćdziesięciu latach przerwy, znów mogła w Warszawie odbyć się sesja giełdowa. W jej trakcie, 16 kwietnia 1991 r., handlowano walorami 5 sprywatyzowanych spółek (Tonsil, Próchnik, Krosno, Kable i Exbud).

Nadzór nad Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie, a właściwie zgodnie z ustawą Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi, a także zapewnieniem dostępu do rzetelnych informacji na rynku kapitałowym, sprawowała początkowo Komisja Papierów Wartościowych, która w 1997 r. zmieniła nazwę i stała się Komisją Papierów Wartościowych i Giełd. Dopiero w 2006 r. ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym doprowadziła do powstania nowego organu, czyli Komisji Nadzoru Finansowego, który przejął obowiązki m.in. Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, ale także Komisji Nadzoru Bankowego, Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych. Komisja Nadzoru Finansowego sprawuje nadzór: bankowy, emerytalny, ubezpieczeniowy, nad rynkiem kapitałowym, instytucjami płatniczymi i biurami usług płatniczych, kas spółdzielczych i innymi instytucjami wchodzącymi w skład konglomeratów finansowych.

Polska transformacja napotkała szereg trudności. Za takie należy uznać brak doświadczenia innych krajów i spójnych podstaw teoretycznych, które ułatwiałyby przeprowadzenie tak radykalnych zmian. Ten brak prowadził do wielu skomplikowanych, politycznych wyborów, z których wiele okazało się wyborami błędnymi (Kornai, 2000; Mesjasz, 2011; Wedel, 2001). M. Aggestem (2004) wymieniła kilka barier, jakie napotkała Polska na początku tworzenia nowego systemu społeczno-gospodarczego. Zaliczyła do nich: brak doświadczenia i wzorców postępowania w nowych warunkach, słaby system prawny, brak instytucji rynkowych, nierozwinięte rynki finansowe oraz nierozwinięte struktury własnościowe polskich spółek.

Jeden z najważniejszych wyborów, jaki miał wtedy miejsce, dotyczył sposobów prywatyzacji. W Polsce prywatyzacje przeprowadzono dwoma sposobami – bezpośrednim i pośrednim. Bezpośrednio prywatyzowano przede wszystkim małe i średnie przedsiębiorstwa, które były w złej sytuacji finansowej i miały często gorszą perspektywę rynkową. Droga pośrednią prywatyzowano większe przedsiębiorstwa państwowe. Odbywało się to poprzez ich komercjalizację, w wyniku której powstawała Jednoosobowa Spółka Skarbu Państwa (100% udziału miał w niej Skarb Państwa), której akcje były później sprzedawane bezpośrednio inwestorom, często zagranicznym, lub poprzez ofertę publiczną i wprowadzenie do obrotu na giełdzie papierów wartościowych. Część akcji była również nieodpłatnie przekazywana pracownikom prywatyzowanych przedsiębiorstw (Kołodkiewicz, 2001; Savas, 1992).

Szczególne znaczenie na początku i w połowie lat dziewięćdziesiątych miało uchwalenie kluczowych dla rozwoju rynków kapitałowych w Polsce aktów prawnych. Wśród wielu takich aktów najważniejsze znaczenie miały:

- 1) Ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych;
- 2) Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych;
- 3) Ustawa z dnia 3 lutego 1993 r. o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz o zmianie niektórych ustaw;
- 4) Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji;
- 5) Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych.

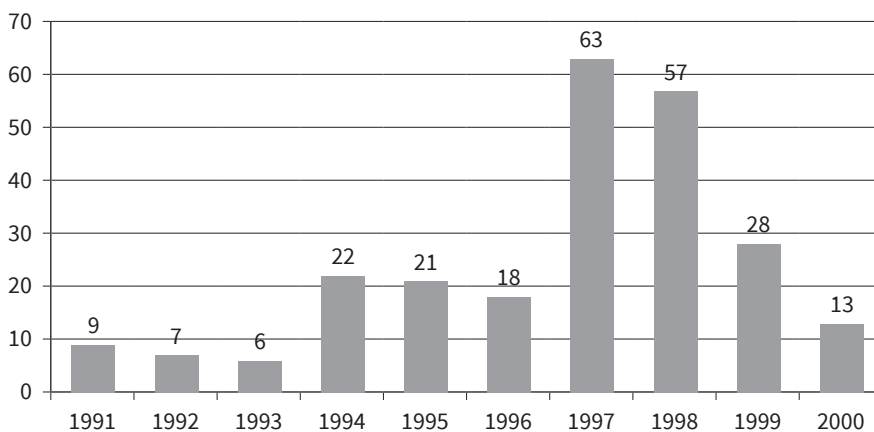
Choć dopiero w 1993 r. polski parlament uchwalił Program Powszechnej Prywatyzacji, w wyniku którego sprywatyzowano 512 przedsiębiorstw, to ten rodzaj prywatyzacji był już w Polsce zaproponowany rok wcześniej. Został jednak odrzucony przez polski parlament (Jeżak, 2003;

Kołodkiewicz, 2002). Dlatego pierwszym programem powszechnej prywatyzacji w krajach Europy Środkowo-Wschodniej był program czechosłowacki, a po rozdzieleniu państw – czeski, który określano jako „kuponówka”, a miał on miejsce w latach 1992–1994 i przeprowadzony został na podstawie polskiego pomysłu J. Lewandowskiego i J. Szomburga. Po nim powszechna prywatyzacja miała miejsce w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej, tj. Rosji, Litwie, Łotwie, Estonii, Białorusi, Ukrainie, Bułgarii i Słowenii.

W poszczególnych krajach różne były cele powszechnej prywatyzacji. J. Jeżak (2003) przyznał, że w Polsce celem było przeprowadzenie niezbędnego procesu restrukturyzacji przedsiębiorstw, który miał doprowadzić nie tylko do zmian własnościowych, ale również do pozyskania know-how w technologii i zarządzaniu spółkami. To sprawiło, iż udział w powszechnej prywatyzacji brały zagraniczne podmioty, których zadaniem było właśnie wniesienie know-how w zakresie produkcji, marketingu oraz technik organizacyjnych, a także zwiększenie dostępu do międzynarodowych rynków oraz kapitałów.

M. Jerzemowska, A. Golec i A. Zamojska (2015) wskazały na trzy zalety programu powszechnej prywatyzacji dla tworzenia się polskiego systemu ładu korporacyjnego. Jako pierwszą wymieniły koncentrację akcjonariatu, co zredukowało problem jeźdźca na gapę związany z koordynacją i monitorowaniem menedżerów najwyższego szczebla poszczególnych spółek, jaki występuje, gdy akcjonariat jest rozproszony. Po drugie, ich zdaniem, podwójna struktura stworzona w wyniku programu powszechnej prywatyzacji (zarządy i rady nadzorcze) sprawiła, że menedżerowie najwyższego szczebla musieli realizować interesy różnych interesariuszy, czyli rządu, akcjonariuszy i pracowników, których przedstawiciele zostali powołani do rad nadzorczych. Za trzecią zaletę uznały przesunięcie kontroli z wnętrza przedsiębiorstwa na zewnątrz, czyli przejście jej przez akcjonariuszy od wcześniejszej dyrekcji tych przedsiębiorstw. Autorki te słusznie zauważyły również wady programu. Otóż zwłaszcza w pierwszym roku NFI uzyskały słabe wyniki. Tutaj wskazały na różnicę między ceną akcji NFI a wartością aktywów netto na akcję jako miernika tych wyników i dodały, iż fundusze zamknięte notowane są z dyskontem sięgającym 15–20%, a dyskonto dla NFI wyniosło 50%. Ponadto M. Jerzemowska, A. Golec i A. Zamojska (2015) dodały, że zarządy niektórych funduszy nie były skuteczne w pozyskiwaniu zaufania inwestorów, obroty walorami funduszy były niewielkie, a struktura aktywów NFI nie była odpowiednia dla uzyskiwania wysokich zwrotów. Również ich transparentność była na niskim poziomie. NFI publikowały mało informacji i tłumaczyły to tajemnicą oraz przepisami ustawy o obrocie papierami wartościowymi.

Prywatyzacja, w tym program powszechnej prywatyzacji, była motorem napędzającym rozwój rynku kapitałowego w Polsce w latach dziewięćdziesiątych XX w. Te lata to okres systematycznego rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Otóż w latach 1991–2000 na warszawskim parkiecie łącznie zadebiutowały 244 spółki. Początkowo przyrost notowanych akcji był niewielki. O ile w 1991 r., po debiucie pierwszych pięciu walorów, na parkiecie pojawiły się jeszcze cztery kolejne spółki, czyli na koniec tego roku notowanych było łącznie już ich dziewięć, to w kolejnych dwóch latach liczba debiutów spadła. W 1992 r. pojawiło się 7 nowych spółek, a w 1993 r. tylko 6. Gwałtowny wzrost debiutów nastąpił dopiero w 1994 r., gdy na parkiecie pojawiły się 22 nowe spółki. Ten wzrost został ugruntowany w roku 1995. Na GPW w Warszawie pojawiło się wtedy 21 nowych spółek. W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych XX w. nastąpił gwałtowny wzrost liczby debiutów giełdowych, a w latach 1996–2000 na GPW w Warszawie pojawiło się aż 179 nowych spółek. Najwięcej, bo aż 63, w 1997 r. Nieco mniej, gdyż 57 spółek, pojawiło się na parkiecie w 1998 r. Natomiast rok 2000 przyniósł wyraźny spadek debiutów giełdowych. Wtedy na GPW w Warszawie pojawiło się tylko 13 nowych spółek (rysunek 3).



Rysunek 3. Debiuty giełdowe na GPW w Warszawie w latach 1991–2000

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w rocznikach statystyki giełdowej oraz rocznikach giełdowych

Dodatkowo opisywany tu okres charakteryzował się dużą liczbą ofert (ang. *initial public offerings*) Skarbu Państwa, zwłaszcza w początkowym okresie funkcjonowania GPW w Warszawie. Generalnie na 244 oferty aż 52 spółki stały się publicznymi właśnie w wyniku oferty Skarbu Państwa.

Dodatkowo 50 spółek było w momencie upubliczniania spółkami prywatnymi, ale o państwowym rodowodzie, a 16 było spółkami o mieszanej formie własności. Tylko jedna czwarta spółek, a więc 61 z nich, była spółkami prywatnymi od początku. W tym okresie na giełdzie pojawiły się również akcje 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, a także 25 spółek parterowych programu NFI (szerzej tabela 1).

Tabela 1. Rodowód spółek giełdowych debiutujących na GPW w Warszawie w latach 1991–2000

Rodowód	Liczba spółek	%
Oferta Skarbu Państwa	52	21,31
Spółki wchodzące w skład grup kapitałowych	25	10,24
Spółki o mieszanej formie własności	16	6,56
Spółki prywatne o państwowym rodowodzie	50	20,49
Spółki prywatne od początku	61	25,00
Spółki parterowe programu NFI	25	10,25
Narodowe Fundusze Inwestycyjne	15	6,15
Razem	244	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w rocznikach statystyki giełdowej oraz rocznikach giełdowych

Już w połowie lat dziewięćdziesiątych pojawiły się pierwsze oceny polskiej giełdy papierów wartościowych. M. Jerzemowska, A. Golec i A. Zamojska (2015) przytoczyły je i podkreśliły, iż GPW w Warszawie była postrzegana jako najlepiej rozwinięta giełda w regionie, a polski rynek kapitałowy miał opinię dobrze uregulowanego i dzięki temu zyskał przychylność zagranicznych funduszy inwestycyjnych, co miało w tym okresie kluczowe znaczenie dla rozwoju giełdy, gdyż rozwój polskich inwestorów instytucjonalnych był jeszcze we wczesnej fazie.

Wraz z początkiem XXI w. zintensyfikowano przygotowania Polski do przystąpienia do Unii Europejskiej, a co za tym idzie prace nad dostosowaniem polskiego prawa do prawa unijnego, które później kontynuowano już po wejściu Polski do UE. Dotyczy to także prawa regulującego funkcjonowanie rynków kapitałowych. M. Kachniewski, W. Orłowski, A. Rzońca, J. Socha i D. Tymoczko (2008) podkreślili, że od momentu wejścia naszego kraju do struktur Unii Europejskiej odbywała się integracja polskiego rynku finansowego z rynkami innych państw członkowskich, którą regulowały: Dyrektywa Przejrzystości, Dyrektywa MiFiD, Dyrektywa w sprawie Wymogów Kapitałowych (CRD) czy Dyrektywa Prospektowa. U podstaw tej integracji – jak kontynuowali M. Kachniewski,

W. Orłowski, A. Rzońca, J. Socha i D. Tymoczko – leżała zasada „jednolitego paszportu”, która służy do zapewnienia emitentom papierów wartościowych równych możliwości dostępu do rynków kapitałowych w całej UE. Ta zasada ma również za zadanie ochronę praw inwestorów.

Co więcej, po 2000 r. nastąpiło ugruntowanie pozycji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a także tworzenie lub doskonalenie wcześniej powstałych instytucji wspierających funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce. Wśród tych instytucji można wymienić choćby Komitet Dobrych Praktyk, Fundację Polski Instytut Dyrektorów, Komisję Nadzoru Finansowego (wcześniej Komisja Papierów Wartościowych i Giełd), Związek Banków Polskich, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Stowarzyszenie Maklerów i Doradców, Stowarzyszenie Biegłych Rewidentów czy Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (Lis i Sterniczuk, 2005).

Już po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej nastąpiły zasadnicze zmiany polskiego prawa dotyczącego funkcjonowania rynków kapitałowych. W 2005 r., jak opisuje K. Oplustil (2010), w Polsce przyjęto trzy kluczowe dla niego ustawy, które M. Jerzemowska, A. Golec i A. Zamojska (2015) określiły jako jego „konstytucję”. Są to:

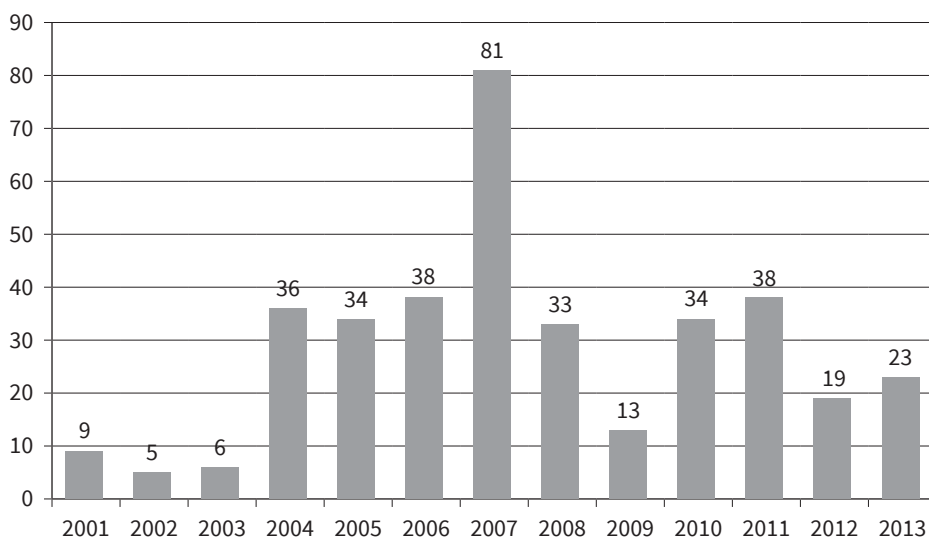
- 1) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1537);
- 2) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538),
- 3) Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539).

W tym okresie nastąpił również rozwój tzw. miękkiego prawa i powstały kolejne kodeksy dobrych praktyk ładu korporacyjnego, które zawierały zalecenia dotyczące funkcjonowania organów statutowych spółek (walnych zgromadzeń, rad nadzorczych i zarządów) oraz relacji spółek z interesariuszami. Były to:

- Kodeks Corporate Governance dla polskich spółek publicznych, 15 czerwca 2002 r.
- Dobre praktyki w spółkach publicznych 2002, 4 lipca 2002 r.
- Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005, 29 października 2004 r.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, 4 lipca 2007 r.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, 19 maja 2010 r.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, 21 listopada 2012 r.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016, 13 października 2015 r.

W omawianym okresie różnie kształtowała się liczba debiutów giełdowych. Krótko po 2000 r. nastąpiło ich załamanie. Zwiastował to już

rok 2000, gdzie jak wcześniej wskazano, zadebiutowało tylko 13 spółek. Rok 2001 przyniósł dalszy spadek tych debiutów, a na GPW w Warszawie pojawiło się tylko 9 nowych spółek. Jeszcze mniej, bo 6 spółek pojawiło się w 2002 r., a tylko 5 w 2003 r. Później giełda zaczęła się odradzać i nastąpił znaczny wzrost liczby debiutów. W 2004 r. na giełdzie pojawiło się 36 nowych walorów, w 2005 r. – 34, a w 2006 r. – 38. Aż wreszcie rok 2007 przyniósł największą liczbą debiutów giełdowych w całej dotychczasowej historii GPW w Warszawie. Wtedy pojawiło się aż 81 nowych spółek. W późniejszych latach liczba debiutów spadała i wyniosła od 38 w 2011 r. do tylko 13 w 2009 r. Generalnie w latach 2001–2013 zadebiutowało łącznie 369 spółek (rysunek 4).



Rysunek 4. Debiuty giełdowe na GPW w Warszawie w latach 2001–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w rocznikach giełdowych

W latach 2001–2013 nastąpiła również wyraźna zmiana struktury debiutów pod względem rodzajów spółek. Ponad trzy czwarte nowych spółek, a dokładnie 75,88%, czyli 280 spółek, było od początku spółkami prywatnymi. Tylko 23 spółki pojawiły się na GPW w Warszawie jako oferta Skarbu Państwa (6,23%). Również 23 spółki były prywatne, ale o rodzajach państwowych. Warto również wspomnieć, że tylko 13 spółek, czyli 3,52%, było spółkami parterowymi programu NFI (tabela 2). Jak widać z tego zastawienia nastąpiła zmiana tendencji w stosunku do pierwszej dekady rozwoju GPW w Warszawie, kiedy to dominowały spółki, które wcześniej były przedsiębiorstwami państwowymi.

Tabela 2. Rodowód spółek giełdowych debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2001–2013

Rodowód	Liczba spółek	%
Oferta Skarbu Państwa	23	6,23
Spółki wchodzące w skład grup kapitałowych	27	7,32
Spółki o mieszanej formie własności	3	0,82
Spółki prywatne o państwowym rodowodzie	23	6,23
Spółki prywatne od początku	280	75,88
Spółki parterowe programu NFI	13	3,52
Razem	369	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w rocznikach giełdowych

Choć polski rynek kapitałowy jest największym tego typu rynkiem w Europie Środkowo-Wschodniej, to jego znaczenie dla gospodarki nie jest aż tak duże jak np. w krajach anglosaskich, co wynika z charakteru polskiego systemu ładu korporacyjnego. Ciekawą jego ocenę przedstawił np. K. Oplustil (2010), który stwierdził, że wykazuje on słabości, które odróżniają go od rozwiniętych rynków kapitałowych w krajach anglosaskich. Za najważniejszą jego wadę uznał on niską płynność obrotu giełdowego i jak podkreślił wskaźnik płynności liczony jako relacja obrotów do kapitalizacji jest jednym z najniższych w Europie. Wiąże się to z niską liczbą akcji w faktycznym obrocie (ang. *free float*) i zwiększa niebezpieczeństwo manipulowania instrumentami finansowymi. K. Oplustil wskazał również na niską efektywność nadzoru nad rzetelnością i uczciwością obrotu ze strony podmiotów odpowiedzialnych za ten nadzór, czyli Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i Komisji Nadzoru Finansowego. Zaufanie do giełdy osłabił jeszcze kryzys finansowy, gdy spadły obroty giełdowe, wartości wskaźników giełdowych i zmniejszyła się liczba debiutów.

Rozwój i zdobycie silnej pozycji w Europie Środkowo-Wschodniej przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie można uznać za jeden z sukcesów okresu polskiej transformacji. Oczywiście warszawska giełda będzie stawała przed kolejnymi wyzwaniami, w tym związanymi z globalizacją i niestabilnością otoczenia, również polskiego otoczenia prawnego. Przejawem tej niestabilności w ostatnich latach były choćby zmiany w systemie emerytalnym oraz osłabienie roli funduszy emerytalnych, które są ważnym inwestorem na GPW w Warszawie. I choć znaczenie giełdy dla gospodarki polskiej nie jest tak duże, jak znaczenie giełd w systemach anglosaskich, to warszawska giełda stała się istotnym elementem naszej gospodarki, a także źródłem kapitału oraz motorem

kształtowania dobrych praktyk i przejrzystości funkcjonowania organów statutowych największych i najważniejszych polskich spółek. Te spółki C. Mayer (1995) określił jako „klejnoty koronne” gospodarki i podkreślił, że ich relatywnie niewielka liczba w rzeczywistości jest równoważona przez ogromny wpływ, jaki te spółki wywierają na gospodarkę. Z tego powodu ważne jest, aby GPW w Warszawie dalej doskonaliła wspomniane tu praktyki i przyczyniała się do rozwiązywania wszelkich konfliktów interesu, jakie w takich spółkach występują, w tym przede wszystkim konfliktów interesu między właścicielami i menedżerami oraz akcjonariuszami większościowymi i akcjonariuszami mniejszościowymi.

2.2. Polski system ładu korporacyjnego w różnych klasyfikacjach systemów *corporate governance*

Rola rynków kapitałowych jako rynków kontroli spółek, stopień koncentracji struktur własnościowych, organizacja organów statutowych i wiele innych czynników różni się w poszczególnych państwach. J. Jeżak (2010a) stwierdził, iż każdy kraj kształtuje swój „narodowy” ład korporacyjny dowolnie, kierując się własną historią gospodarczą i społeczną oraz własną doktryną prawną i ekonomiczną, a także określonymi priorytetami politycznymi. L. Bebchuk i M. Roe (1999) nazwali tę unikalną drogę ścieżką zależności (ang. *path dependency*) i stwierdzili, że bieżąca struktura ekonomiczna danego kraju zależy od struktury, od której dany kraj zaczynał. Innymi słowy cechy „narodowego” systemu ładu korporacyjnego zależą od przyjętych w historii danego kraju wyborów i stąd w przypadku krajów Europy Środkowo-Wschodniej wpływ na ukształtowane w tych krajach systemy ładu w dużym stopniu miała transformacja i dokonane w czasie niej wybory dotyczące roli rynków kapitałowych, roli systemu bankowego czy znaczenia najważniejszych interesariuszy, szczególnie pracowników.

Sam system ładu korporacyjnego (system *corporate governance*) można określić jako bardziej lub mniej swoistą dla danego kraju strukturę prawnych, instytucjonalnych i kulturowych czynników kształtujących formy wpływania interesariuszy na podejmowanie decyzji przez menedżerów (Weimer i Pape, 1999). I choć, jak zaznaczono, jest unikalny dla danego kraju, to w pewnych obszarach w poszczególnych krajach realizowano podobne wybory jak w innych i stąd występują podobieństwa

między systemami ładu korporacyjnego pozwalające na dokonywanie ich klasyfikacji. Dlatego w literaturze przytoczono szereg typologii systemów *corporate governance* (Andres, Betzer, Goergen i Metzger, 2010; Grosvold i Bremmer, 2011). Najprostszy podział, a zarazem najbliższy z punktu widzenia europejskich rozważań, zaproponował M. Albert (1993), który rozróżnił dwa modele kapitalizmu. Pierwszym był model anglosaski, który jest nastawiony na krótkoterminową, rynkową elastyczność. Drugim – model reński nastawiony na budowanie długoterminowych relacji. W Polsce często słusznie podkreśla się bliskość do modelu reńskiego (Jeżak, 2010a). Trzeba jednak zaznaczyć, że rozważania M. Alberta miały głównie charakter polemiczny i nie zaproponował on spójnych kryteriów, które pozwalałyby na sklasyfikowanie i porównanie różnych systemów ładu korporacyjnego. Te zostały opracowane dopiero przez innych autorów.

Warto również dodać, że niektóre z klasyfikacji przytaczanych w literaturze ładu korporacyjnego powstały zanim wzrosło zainteresowanie nim i dotyczyły podziałów gospodarek wynikających z ich rozwoju instytucjonalnego, a dopiero później zaczęto je przystosowywać do problemów *corporate governance* (Hicks, 1969). Jeszcze inne klasyfikacje, także zaadaptowane w podobny sposób, stworzone zostały przez badaczy zajmujących się problemami różnic kulturowych (Hofstede, 1983). Wreszcie ostatnia grupa klasyfikacji została stworzona już na potrzeby samego ładu korporacyjnego (Franks i Mayer, 2001; Weimer i Pape, 1999).

Pierwszy podział zaproponował J. Hicks (1969) i jak zostało wcześniej wspomniane dotyczył on klasyfikacji gospodarek kapitalistycznych. Podzielił on je na dwie grupy: gospodarki oparte na rynku (ang. *market-based economies*) i gospodarki oparte na bankach (ang. *bank-based economies*), czy jak nazwali to później F. Allan i D. Gale (2000), przystosowując tę klasyfikację do problemów ładu korporacyjnego, systemy kontroli spółek oparte na rynku (ang. *market-based systems of corporate control*) i systemy kontroli spółek oparte na bankach (ang. *bank-based systems of corporate control*). W tych pierwszych najistotniejszą rolę odgrywają rynki kapitałowe jako źródła finansowania działalności i rynki kontroli spółek. W drugich kluczową rolę w finansowaniu wszelkiej działalności odgrywają banki. Do gospodarek opartych na rynku zalicza się np. gospodarkę brytyjską i amerykańską, a gospodarkami opartymi na bankach są np. gospodarki: japońska, francuska i niemiecka. Co więcej, F. Allan i D. Gale (2000) zauważyli, że kluczowa rola rynków kapitałowych lub banków ma odniesienie nie tylko do finansowania działalności spółek, ale również gospodarstw domowych. W gospodarkach opartych na rynkach kapitałowych inwestycje w akcje mają duży udział procentowy w całkowitych ich inwestycjach. W gospodarkach opartych na

bankach wysoki jest natomiast udział środków w nich utrzymywanych i inwestycji w obligacje. Dodali oni również, że duży wpływ na wyróżnienie tych dwóch rodzajów systemów gospodarczych mają regulacje prawne dotyczące sektora bankowego oraz ubezpieczeniowego, a dotyczące możliwości inwestowania przez spółki bankowe i ubezpieczeniowe w akcje spółek z innych sektorów niż finansowe. W wielu państwach te regulacje utrudniają przejmowanie przez te spółki kontroli nad spółkami z sektorów niefinansowych. Czasem te regulacje przyjmują również formę samoograniczania, jak ma to miejsce w przypadku brytyjskich spółek ubezpieczeniowych (Andres, Betzer, Goergen i Metzger, 2010). Polski system ładu korporacyjnego, mimo dość silnej w naszej części Europy giełdy papierów wartościowych, jest systemem kontroli spółek opartym na bankach głównie ze względu na duże znaczenie instytucji bankowych w finansowaniu działalności gospodarczej.

Inny podział systemów *corporate governance* zaproponowali J. Franks i C. Mayer (2001). Wyodrębnili oni systemy kontroli od zewnątrz (ang. *outsider system*) i systemy kontroli od wewnątrz (ang. *insider system*). Według nich te pierwsze systemy charakteryzują się dobrze rozwiniętymi rynkami kapitałowymi, rozproszonymi strukturami własnościowymi i aktywnymi rynkami kontroli spółek. Te ostatnie dyscyplinują menedżerów poprzez zagrożenia wrogimi przejęciami, a menedżerowie w obawie przed nimi starają się kreować wartość dla akcjonariuszy. Co więcej, ograniczona jest rola banków i firm ubezpieczeniowych jako źródeł finansowania spółek publicznych, a także źródeł ich kontroli. Jako przykłady tych systemów J. Franks i C. Mayer podali system amerykański i system brytyjski. W przeciwieństwie do systemów kontroli od zewnątrz, w systemach kontroli od wewnątrz spółki są głównie kontrolowane przez *insiderów*, którzy mają uprzywilejowany dostęp do informacji. Własność w tych systemach jest skoncentrowana, a dodatkowo wzmacniana poprzez kompleksowe sieci powiązań kapitałowych, w tym wzajemne posiadanie akcji przez spółki i piramidy kapitałowe. W wielu przypadkach w radach lub zarządach spółek zasiadają członkowie rodzin założycieli spółek i dominujących akcjonariuszy. Struktury własnościowe są stabilne i występują bariery dla wrogich przejęć. W tych systemach spółki starają się brać pod uwagę nie tylko interesy akcjonariuszy, ale również różnych kluczowych interesariuszy. W myśl tej klasyfikacji, polski system ładu korporacyjnego jest systemem kontroli od wewnątrz, a wybór ten dokonał się w okresie transformacji (Tamowicz, 2011).

Zupełnie inne podejście do podziału systemów *corporate governance* zaprezentowali R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R. Vishny (1998). Opierało się ono na założeniu, że inwestorzy są w stanie więcej płacić za akcje spółek, jeśli ich prawa są respektowane. Lepsza ochrona

prawna inwestorów zapewnia, że zamiast wydawania środków spółki na ugruntowanie władzy i wzrost własnej siły, menedżerowie będą wypłacali większą część zysków spółki akcjonariuszom w formie dywidend. W tym miejscu należy zaznaczyć, iż polityka dywidend jest przedmiotem wielu badań przynoszących niejednoznaczne rezultaty, co zostanie poruszone w dalszej części tego opracowania. W każdym razie opisane działania mają miejsce wtedy, gdy rynki kapitałowe są dobrze rozwinięte i efektywne. Zgodnie z założeniami prezentowanymi przez R. La Portę, F. Lopez-de-Silanesa, A. Shleifera i R. Vishny'ego, kluczowymi determinantami rozwoju tych rynków są prawo oraz skuteczność jego egzekwowania. Autorzy ci przeanalizowali również rozwiązania w 49 państwach i wyodrębnili systemy opierające się na prawie zwyczajowym (ang. *common law*) i prawie kontynentalnym (ang. *civil law*). Wśród państw opierających się na prawie kontynentalnym wyróżnili trzy rodziny prawa: niemiecką, francuską i skandynawską. W systemie prawa kontynentalnego przepisy prawa są uporządkowane w kodeksach i statutach, natomiast w systemie prawa zwyczajowego w kształtowaniu prawa biorą udział sędziowie, którzy, wydając wyroki, tworzą precedensy dla podobnych spraw. Systemy prawa kontynentalnego występują na kontynencie europejskim i w wielu krajach poza nim, np. w Chinach, Japonii, Korei Południowej czy na Tajwanie. Systemy prawa zwyczajowego funkcjonują w Wielkiej Brytanii i jej byłych koloniach, np. Australii, Kanadzie, Indiach czy Stanach Zjednoczonych. W odniesieniu do ochrony akcjonariuszy R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R. Vishny uznali, że państwa, gdzie występuje prawo zwyczajowe, mają silniejszą ochronę akcjonariuszy, natomiast państwa, gdzie występuje prawo kontynentalne, mają słabszą tę ochronę. Przy czym najsłabszą mają systemy zbliżone do francuskiego. Skoncentrowane struktury własnościowe spółek pojawiły się, zdaniem tych autorów, żeby kompensować słabszą ochronę akcjonariuszy. Dodali oni również, że jakość egzekwowania prawa jest najlepsza w rodzinie systemów niemieckich i skandynawskich, a słabsza w państwach z systemem prawa zwyczajowego. Natomiast najsłabsza w rodzinie systemów z prawem francuskim. Oczywiście polski system, podobnie jak inne systemy na naszym kontynencie, należy do systemów prawa kontynentalnego i jest zbliżony do systemu niemieckiego.

Również M. Pagano i P. Volpin (2005) zaproponowali klasyfikację, która bierze pod uwagę stopień ochrony inwestorów. Jednak stwierdzili, że to raczej system polityczny, a nie źródła prawa wyjaśniają różnice między różnymi systemami *corporate governance*. Nie do końca zgadzali się oni z R. La Portą, F. Lopezem-de-Silanesem, A. Shleiferem i R. Vishnym (1998), że prawo i wynikająca z niego ochrona akcjonariuszy są czynnikami egzogenicznymi dla poszczególnych państw, ale raczej skłaniali

się ku stwierdzeniu, że mają one charakter endogeniczny, gdyż politycy, dostosowując przepisy prawa, odpowiadają na oczekiwania swoich wyborców. Stąd silniejsza lub słabsza ochrona inwestorów, ale także innych interesariuszy, jest pochodną wpływu obywateli na polityków. M. Pagano i P. Volpin, w trakcie swoich rozważań, wzięli pod uwagę oczekiwania inwestorów (prawo spółek) i oczekiwania pracowników (prawo pracy) oraz przyjęli, że czynnikiem mającym kluczowy wpływ na proces polityczny i w efekcie ochronę inwestorów oraz pracowników, jak zostało zaznaczone, ma system wyborczy. W systemie proporcjonalnym politycy będą starali się zaspokoić oczekiwania dużych homogenicznych grup, takich jak pracownicy. Na tej podstawie podkreślili, że tam, gdzie on funkcjonuje, ochrona pracowników jest silniejsza, a inwestorów słabsza. Przykładami takich państw są Austria, Irlandia, Włochy czy państwa skandynawskie. Odwrotna sytuacja występuje w krajach z większościowym systemem wyborczym, np. w Kanadzie, Japonii, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Tutaj silniejsza jest ochrona inwestorów i słabsza pracowników. W tych krajach wybory wygrywa ta partia, która zwycięży w większej liczbie okręgów, a okręgi te mogą być bardziej zróżnicowane pod względem struktur wewnętrznych i oczekiwań, co będzie sprawiało, że większą rolę mogą odgrywać inni, nawet lokalni interesariusze, a partie polityczne nie muszą się przejmować największymi, dobrze zorganizowanymi interesariuszami, takimi jak ogólnokrajowe związki zawodowe, jeśli one w danym państwie istnieją.

Także M. Roe (2003) podkreślił, że to polityka ostatecznie determinuje wybór systemu ładu korporacyjnego. W swoich rozważaniach odniósł się on do różnic systemów *corporate governance* na świecie i za ich źródło przyjął podejście do zapewnienia stabilności społecznej. Stwierdził on, że społeczne demokracje Europy kontynentalnej, w tym oczywiście polska demokracja, uzyskują spójność społeczny, faworyzując interesy pracowników nad interesami akcjonariuszy. To na przykład sprawia, że przeprowadzenie redukcji zatrudnienia w spółkach, które może zwiększyć ich efektywność, jest trudne do zastosowania. Co więcej, takie podejście implikuje również wysokie zasiłki dla bezrobotnych i sprawia, iż menedżerowie często rezygnują z maksymalizacji zysków, by zaspokoić roszczenia interesariuszy. Dodatkowo społeczne demokracje mniej skupiają się na narzędziach zapewniających zbliżenie interesów właścicieli kapitału i menedżerów w porównaniu do demokracji mniej nastawionych społecznie. M. Roe zwraca uwagę, że niektóre opisywane w literaturze ładu korporacyjnego mechanizmy są wdrażane w tych krajach w mniejszym stopniu. Chodzi tu na przykład o stosowanie: wysokich wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla jako elementów systemów motywacyjnych, gdyż prowadzi do zazdrości zmniejszającej motywację

pracowników; wrogich przejęć, ponieważ wzrost efektywności i produktywności spółek odbywa się kosztem pracowników; a także generalnie maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, gdyż spółki nie są wyłącznie na nią ukierunkowane. Ogólnie rzecz ujmując, społeczne demokracje są bardziej nastawione na zapewnienie społecznej równości nawet kosztem efektywności spółek, a logiczną konsekwencją tego jest choćby wysoka koncentracja struktur własnościowych. Jest to wynikiem warunków instytucjonalnych. Skoro rynek kontroli spółek jest słabo rozwinięty, a rynek pracy mało elastyczny, to najlepszym sposobem kontrolowania menedżerów jest właśnie koncentracja struktur własnościowych.

W literaturze ładu korporacyjnego do tworzenia klasyfikacji jego systemów wykorzystuje się również dorobek rozważań na temat odmian kapitalizmu (ang. *varieties of capitalism*, VOC). Ich autorami są P. Hall i D. Soskice (2001). Ch. Andres, A. Betzer, M. Goergen i D. Metzger (2010) wskazują, że różnią się one od innych badań na temat systemów *corporate governance* tym, iż nie starają się wykazać wyższości któregoś systemu, ale raczej wskazują na istotę uzupełniania się różnych instytucji. Tu trzeba zgodzić się, że wiele innych klasyfikacji i rozważań prowadzonych na ich temat wskazywało na wyższość któregoś z systemów, czy to systemu anglosaskiego, szczególnie operując pojęciem amerykańskiej inżynierii, czy też wskazując na zalety systemów ze skoncentrowanymi strukturami własnościowymi (Goergen, Brewster i Wood, 2009; Porter, 1992). Co więcej, studia opierające się na różnorodności odmian kapitalizmu podkreślały, że przeniesienie do innego kraju i implementacja w innych warunkach instytucjonalnych różnych rozwiązań są niezwykle trudne lub nieefektywne. W każdym razie rozważania na temat odmian kapitalizmu opierają się na założeniu, że spółki muszą wchodzić w interakcje z różnymi instytucjami, gdy te spółki wdrażają swoje strategie i dążą do osiągnięcia jak najwyższych wyników. Ich autorzy dodają także, że zarówno spółki, jak i indywidualni inwestorzy inwestują nie tylko w aktywa trwałe i technologie, ale również w kompetencje i umiejętności, które są rozwijane poprzez budowanie relacji z innymi podmiotami. Budowanie tych relacji pociąga za sobą problemy związane z koordynowaniem, które są inaczej rozwiązywane w skoordynowanych gospodarkach rynkowych (ang. *coordinated market economies*), czyli np. w Niemczech, Szwajcarii i Belgii, a inaczej w liberalnych gospodarkach rynkowych (ang. *liberal market economies*), czyli np. w Wielkiej Brytanii, Australii czy Stanach Zjednoczonych. P. Hall i D. Soskice badali, jak problem koordynacji jest rozwiązany w pięciu obszarach: na rynku kontroli spółek; w wewnętrznych strukturach spółek; w relacjach przemysłowych, włączając w to negocjacje cenowe; w systemach edukacji i szkoleń pracowników oraz w relacjach między spółkami. Uznali oni, że skoordynowane

gospodarki rynkowe wykorzystują strategiczne interakcje do rozwiązywania wielu problemów koordynacji. Spółki, izby handlowe, stowarzyszenia biznesowe oraz inwestorzy współpracują ze sobą, tworząc gęstą sieć powiązań. Poprzez te sieci generowane są prywatne informacje, które zastępują wymagania narzucane na menedżerów przez zewnętrzny monitoring ze strony rynków kapitałowych. Te rynki odgrywają kluczową rolę koordynacyjną w liberalnych gospodarkach rynkowych, a rynek i konkurencja zastępują bliskie relacje przemysłowe.

Perspektywa narodowych systemów biznesowych (ang. *national business systems*, NBS), zaproponowana przez R. Whitleya (1999), również zwraca uwagę na ekonomiczne aspekty różnych instytucji, jak rozważania na temat odmian kapitalizmu (VOC), jednak wskazuje na istnienie klastrów państw, które mają te instytucje zorganizowane w podobny sposób. Oba podejścia do klasyfikowania systemów *corporate governance* opierają się na podobnych założeniach i mają ze sobą wiele wspólnego, jednak perspektywa narodowych systemów biznesu wyodrębnia większą liczbę klastrów niż perspektywa odmian kapitalizmu oraz kładzie większy nacisk na problemy struktur własnościowych i koordynacji działań spółek w sektorach i między sektorami. Stąd też występują pewne różnice w klasyfikowaniu niektórych systemów ładu. Na przykład Irlandia w podejściu prezentowanym przez perspektywę odmian kapitalizmu jest zaliczana podobnie jak Wielka Brytania do liberalnych gospodarek rynkowych, a w perspektywie narodowych systemów biznesu znalazła się w klastrze systemów opartych na współpracy, jak Niemcy i Austria. W każdym razie R. Whitley zidentyfikował sześć narodowych systemów biznesu, czyli systemy: fragmentaryczne (ang. *Fragmented*), np. Brazylia, Dania, Turcja i Portugalia; skoordynowanych okręgów przemysłowych (ang. *Coordinated Industrial District*), np. Włochy i Belgia; segmentowane (ang. *Compartmentalized*), np. Australia, Holandia, Stany Zjednoczone i Wielka Brytania; zorganizowane przez państwo (ang. *State Organized*), np. Francja, Rosja, Węgry i Chiny; oparte na współpracy (ang. *Collaborative*), np. Austria, Niemcy, Norwegia i Szwecja; wysoce skoordynowane (ang. *Highly Coordinated*), np. Japonia. R. Whitley w swojej klasyfikacji wyróżnił również Polskę i zaliczył ją do systemów fragmentarycznych.

Jeszcze inną typologię systemów *corporate governance* zaproponowali J. Weimer i J. Pape (1999). Przy wyodrębnianiu różnych typów systemów wzięli oni pod uwagę osiem czynników: koncepcję i rolę spółek, koncentrację struktur własnościowych, model organizacji organów statutowych, najważniejsze grupy interesu, horyzont czasowy decyzji, zależność wynagrodzenia od wyników spółek, znaczenie rynków kapitałowych i istnienie rynku kontroli spółek. Na tej podstawie wyodrębnili dwa rodzaje systemów ekonomicznych tj. zorientowany rynkowo (ang. *market-oriented*)

i zorientowany sieciowo (ang. *network-oriented*)), a w ich ramach cztery typy systemów ładu korporacyjnego. W ramach pierwszego – system anglosaski, w ramach drugiego – system niemiecki, łaćniński i japoński. Typologia J. Weimera i J. Pape’a (1999) jest jedną z najczęściej poruszanych w polskich opracowaniach i została ona dokładnie opisana m.in. przez M. Aggestem (2002) i J. Jeżaka (2010a). Polski system ładu korporacyjnego, jak i inne systemy w tej części Europy, stał się podobny do wyodrębnionego w typologii J. Weimera i J. Pape’a (1999) niemieckiego systemu ładu, choć trzeba także zgodzić się z M. Aggestem (2002), że ma on również pewne cechy modelu anglosaskiego. Chodzi tu o ideologiczne podejście do rynku, a równocześnie silną technokrację oraz poleganie na regulacjach i regulacjach jako mechanizmach kontrolnych. Przy tym – jak dodaje M. Aggestem – cechuje go małe zainteresowanie, jak myślą, czują i zachowują się interesariusze. Jej spostrzeżenia wynikały również z innych, wcześniej przeprowadzonych analiz. Na przykład E. Dockery i W. Herbert (2000) twierdzili, że polski system jest zorientowany rynkowo i krótkoterminowo. Szczegółowo cechy polskiego systemu ładu korporacyjnego na tle systemów anglosaskiego i niemieckiego przedstawia tabela 3.

Definicja systemu ładu korporacyjnego zaproponowana przez J. Weimera i J. Pape’a (1999) wskazywała również na czynniki kulturowe jako jeden z trzech, obok czynników prawnych i instytucjonalnych, wyróżników systemów *corporate governance*. Dlatego również na podstawie badań na temat różnic kulturowych można tworzyć klasyfikacje różnych systemów i wykorzystywać je do analizy ładu korporacyjnego (Grosvold i Bremmer, 2011; Li i Harrison, 2008). Badania te pokazały, że kultury narodowe są wielowymiarowe. Pionierskie prace G. Hofstede (1983) wskazywały na pięć wymiarów (dystans władzy, kolektywizm i indywidualizm, kobiecość i męskość, unikanie niepewności, orientacja długoterminowa). W bazującej częściowo na pracach G. Hofstede klasyfikacji, zaproponowanej w ramach projektu GLOBE (*Global Leadership and Organizational Behavior Effectiveness*), wyodrębniono już dziewięć wymiarów (unikanie niepewności; dystans władzy; orientacja na człowieka; kolektywizm I, tj. instytucjonalny; kolektywizm II, tj. wewnątrzgrupowy; asertywność; egalitaryzm płciowy; orientacja na przyszłość; orientacja na wyniki). Oba badania, podobnie zresztą jak inne badania kultur narodowych, w tym np. F. Trompenaarsa i Ch. Hampden-Turnera (2002) i M. Cassona (1993), koncentrowały się jednak tylko na zidentyfikowaniu wymiarów kultury, opracowaniu metodyki pomiaru i ocenie na ich podstawie poszczególnych kultur narodowych. Dopiero V. Gupta, P. J. Hanges i P. Dorfman (2002), opierając się na wynikach uzyskanych w ramach projektu GLOBE, pokazali, że występują pomiędzy kulturami narodowymi pewne podobieństwa. Wyodrębnili oni dziesięć kla-

strów kulturowych – kultury anglosaskie, łacińskie kultury europejskie, europejskie kultury nordyckie, niemieckie kultury europejskie, kultury wschodnioeuropejskie, kultury Ameryki Łacińskiej, subsaharyjskie kultury afrykańskie, kultury arabskie, kultury południowoazjatyckie i kultury konfucjańskie. Polskę oczywiście zakwalifikowano w tej typologii do kultur wschodnioeuropejskich razem m.in. z Węgrami, Rosją, Kazachstanem, Albanią, Grecją, Słowenią i Gruzją.

Tabela 3. Cechy polskiego systemu ładu korporacyjnego na tle systemów anglosaskiego i niemieckiego

System	Anglosaski	Niemiecki	Polski
Rodzaj systemu ekonomicznego	Rynkowy	Sieciowy	Rynkowy/Sięciowy
Państwa	Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Kanada, Australia	Niemcy, Austria, Dania	Polska
Koncepcja spółek	Instrumentalna	Instytucjonalna	Instytucjonalna
Model organów statutowych	Jednopoziomowy	Dwupoziomowy	Dwupoziomowy
Istotni interesariusze	Akcjonariusze	Banki, pracownicy, grupy oligarchiczne	Holdingi finansowe, rząd, rodziny, banki, inne instytucje finansowe
Znaczenie rynku kapitałowego dla gospodarki narodowej	Duże	Średnie/duże	Średnie/duże
Aktywny rynek kontroli spółek	Tak	Nie	Nie
Koncentracja struktur własnościowych	Niska	Średnia	Średnia/wysoka
Występowanie wynagrodzeń menedżerów opartych o wyniki spółek	Częste	Rzadkie	Średnio częste/rzadkie
Horyzont czasowy relacji biznesowych	Krótki	Długi	Krótki

Źródło: opracowanie M. Aggestem (2004, s. 367–390) na podstawie J. Weimer, J. C. Pape (1999, s. 152–166)

Mimo przedstawionych powyżej różnych typologii systemów *corporate governance* w wielu opracowaniach zwraca się uwagę na konwergencje tych systemów (Jeżak, 2010a; Rudolf, 2011). B. Tricker (2009) wskazał na

osiem czynników, które wpływają na tę konwergencję: rozprzestrzeniania kodeksów dobrych praktyk ładu korporacyjnego, upodabnianie regulacji rynków kapitałowych, międzynarodowe standardy rachunkowości, globalne spółki audytorskie, globalizacja działalności spółek, pozyskiwanie kapitału na zagranicznych rynkach kapitałowych, międzynarodowych inwestorów instytucjonalnych, a także rozpowszechnianie publikacji, wyników badań i międzynarodowe konferencje. Jednak B. Tricker dodał również pięć czynników, które sprawiają, iż nie może być mowy o pełnej konwergencji. Są to: różnice prawne, różnice w postępowaniu procesowym, różnice w stopniu rozwoju rynków kapitałowych, odmienne struktury własnościowe, a także różnice historyczne i kulturowe. Można więc stwierdzić, że konwergencja systemów, choć ma miejsce, nie doprowadzi do pełnego ujednoczenia i stworzenia jednego, globalnego systemu *corporate governance*. Co więcej, szczególnie różnice w stopniu koncentracji struktur własnościowych i stopniu rozwoju rynku kapitałowego sprawiają, że przenoszenie pomiędzy różnymi systemami pewnych rozwiązań nie zawsze jest efektywne.

2.3. Struktury własnościowe polskich spółek publicznych

Prywatyzacja polskich przedsiębiorstw państwowych, a później polityka państwa zmierzająca do promowania powstawania nowych spółek, wdrażanie i promowanie rozwiązań, które zmieniały struktury własnościowe polskich spółek (np. reforma emerytalna, która doprowadziła do tworzenia funduszy emerytalnych), a także zmierzająca do nadania ważnej roli w gospodarce Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, doprowadziły do ukształtowania polskiego systemu ładu korporacyjnego. Jak zostało już stwierdzone, jego cechą charakterystyczną jest wysoki poziom koncentracji struktur własnościowych polskich spółek publicznych (Grosfeld i Tressel, 2001; Tamowicz i Dzierżanowski, 2001). P. Tamowicz (2011) zauważył, że początkowo tworzono rozproszone struktury własnościowe, podobne do tych, jakie występują w krajach anglosaskich. Później polski rząd zmienił strategię prywatyzacyjną i preferował sprzedaż dużych bloków akcji zagranicznym inwestorom oraz równoczesne upublicznianie ich części. Co charakterystyczne, wszystkie kraje postkomunistyczne Europy Środkowo-Wschodniej podążyły tą samą drogą (Berglöf i Pajuste, 2003; Grosfeld i Hashi, 2003). P. Kozarzewski (2007) uznał, że ten wybór był korzystny dla Polski z trzech powodów. Po pierwsze,

rynek fuzji i przejęć był słabo rozwinięty, a w zasadzie nawet nie istniał. Po drugie, potencjał inwestycyjny polskiego społeczeństwa był mały. Po trzecie, poważnym problemem polskiej gospodarki był brak know-how w przedsiębiorstwach i niewystarczająca liczba menedżerów z doświadczeniem oraz umiejętnościami radzenia sobie w gospodarce rynkowej. Remedium na te problemy były inwestycje zagranicznych inwestorów. Z czasem jednak większość problemów początkowej fazy transformacji zostało przewyżczonych i powstawały nowe spółki już bez udziału zagranicznych inwestorów oraz z innymi strukturami własnościowym. Silniejszą pozycję zdobywają np. spółki z dominującą własnością rodzinną, które – jak pokazały badania W. Popczyka (2013) – mają mocną orientację przedsiębiorczą i chętnie kumulują aktywa niematerialne, w tym w szczególności kapitał społeczny. Coraz częściej podejmują one także ekspansję międzynarodową, również według modelu globalnego.

Wracając jednak do początków transformacji, można stwierdzić, że przeprowadzony sposób prywatyzacji, a także polskie ustawodawstwo i faza rozwoju polskiej gospodarki, w tym wielkość spółek, zdeterminowały stopień koncentracji struktur własnościowych. Polskie spółki, podobnie jak spółki w innych państwach Europy kontynentalnej, cechuje silnie skoncentrowana własność (Becht i Röell, 1999; Thomsen, Pedersen i Kvist, 2006). Często cytowane badania P. Tamowicza i M. Dzierżanowskiego (2001) wskazywały, że mediana największego pakietu akcji dla polskich spółek publicznych liczyła 45,8%. Inne, nowsze badania przeprowadzone przez M. Jerzemowską, A. Golec i A. Zamojską (2015) na próbie 256 spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie na koniec 2012 r. pokazały, że średni udział największego akcjonariusza w strukturach własnościowych wynosił 42%, skumulowany udział trzech największych akcjonariuszy wynosił 54%. Co więcej, 59% analizowanych spółek miało akcjonariusza, który posiadał ponad 50% udziałów we własności, natomiast tylko 17% spółek nie miało akcjonariusza, który posiadałby więcej niż 20% tych udziałów. Porównanie tych wyników potwierdza, iż od początku XXI w. stopień koncentracji struktur własnościowych polskich spółek publicznych pozostaje na podobnym poziomie.

Różnie można klasyfikować inwestorów spółek publicznych. Jest to widoczne również w badaniach empirycznych opisujących struktury własnościowe polskich spółek. W jednych z nich, a przeprowadzonym pod kierunkiem naukowym J. Jeżaka (2010b), stwierdzono, że w 2007 r. najczęściej właścicielem polskich spółek publicznych była polska osoba publiczna (46,27%), a później kolejno polska spółka (19,25%), zagraniczna spółka (14,29%), finansowy inwestor instytucjonalny (13,35%), Skarb Państwa (3,73%) i zagraniczna osoba fizyczna (1,86%). Natomiast A. Adamska (2013) stwierdziła, że jeśli w spółce dany typ inwestora posiada udziały,

to średnio największe z nich ma inwestor strategiczny (50,51%), a później państwo (45,92%), inwestorzy indywidualni (35,60%) oraz inwestorzy finansowi (26,02%). W jeszcze innych badaniach M. Jerzemowska, A. Golec i A. Zamojska (2015) wskazały, że wśród akcjonariuszy posiadających największe udziały we własności, grupę najliczniejszą stanowią inwestorzy indywidualni będący członkami organów statutowych (43%), a następnie inwestorzy branżowi (24%) i Skarb Państwa, który w prowadzonych przez autorki badaniach był największym akcjonariuszem w 5% spółek. Z kolei M. Aluchna (2015) zwróciła uwagę na wysoką koncentrację struktur własnościowych polskich spółek publicznych i podkreśliła, że udział największego akcjonariusza w jej próbie wyniósł 42,88%, a przy uwzględnieniu udziałów pośrednich i potencjalnego porozumienia 50,12%. Reasumując, stopień koncentracji struktur własnościowych polskich spółek publicznych jest wysoki, a ich właścicielami są polskie osoby fizyczne i prawne (w tym własność menedżerska i rodzinna), własność instytucjonalna (inwestorzy finansowi), Skarb Państwa, a także podmioty zagraniczne (zagraniczne osoby prawne lub fizyczne). Samo klasyfikowanie inwestorów ma duże znaczenie. Otóż liczne badania pokazują, iż typ własności ma wpływ na realizowane przez spółki cele, ich wyniki finansowe czy nawet sposób zarządzania nimi (Chen, Firth i Xu, 2009; Miguel, Pindado i Torre, 2004; Thomsen i Pedersen, 2000).

Często w państwach przechodzących transformację lub tych, które już ją przeszły, porównuje się wpływ własności państwowej (kontrolowanej przez rząd) i własności prywatnej na efektywność spółek (Frydman, Gray, Hessel i Rapaczynski, 1999; Jin i Qian, 1998). Własność państwowa ma też wciąż duże znaczenie w niektórych rozwiniętych europejskich gospodarkach, np. we Francji (Pedersen i Thomsen, 1997). W Polsce, co prawda, Skarb Państwa nie jest największym inwestorem w spółkach publicznych, ale trzeba podkreślić, że mimo prywatyzacji pozostawił sobie znaczące udziały w strukturach własnościowych spółek o dużym znaczeniu dla gospodarki, takich jak spółki z sektorów: paliwowego (PKN Orlen SA, Lotos SA, PGNiG SA), chemicznego (Azoty Tarnów SA, ZCh Police SA, ZCh Puławy SA), wydobywczego (JSW SA, KGHM SA), energetycznego (PGE SA, Tauron SA, Enea SA) czy w nielicznych instytucjach finansowych (PKO BP SA, PZU SA). W każdym przypadku są to udziały zapewniające kontrolę nad tymi spółkami.

Dużą rolę Skarbu Państwa w polskich spółkach podkreśliła A. Adamska (2013), która stwierdziła, że spółki z udziałem Skarbu Państwa, notowane na GPW w Warszawie w 2011 r., stanowiły niespełna 6% ogólnej liczby wszystkich notowanych podmiotów, ale miały ponad 46% udziału w kapitalizacji warszawskiej giełdy. Te wyniki korespondują z wynikami

przedstawionymi w tabeli 4. Znajdują się w niej dane na temat udziału Skarbu Państwa w spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2013, a pochodzących z sektorów niefinansowych. Na ogólną liczbę 1984 obserwacji taki udział odnotowano w 127 z nich. Stanowiło to 6,35% obserwacji. Skarb Państwa miał udziały w 17 badanych spółkach na koniec 2013 r. (4,99% obserwacji dla roku), co było najmniejszą liczbą w badanym okresie. Największą liczbę spółek z udziałem Skarbu Państwa odnotowano natomiast w 2011 r. i były to 23 spółki (6,79% obserwacji dla roku). Co więcej, jak już zaznaczono wcześniej, jeśli Skarb Państwa miał udziały we własności spółek publicznych, to były to zazwyczaj znaczące pakiety akcji. Świadczą o tym mediany oraz średnie arytmetyczne. Mediana dla wszystkich obserwacji wyniosła 46,72% akcji, a średnia arytmetyczna 42,92%. Najwyższą medianę i średnią arytmetyczną odnotowano w 2013 r. i wyniosły one odpowiednio 51,74% oraz 49,97%. Najniższe w 2008 r., kiedy to Skarb Państwa posiadał jeszcze nieznaczące udziały w niektórych spółkach (np. Mennica Polska SA czy Mondi Świecie SA) i wyniosły odpowiednio 32,10% oraz 36,39% (tabela 4).

Tabela 4. Udział Skarbu Państw (SP) w strukturach własnościowych spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie

Rok	Liczba spółek	Liczba spółek z udziałem SP	%	Statystyki opisowe dotyczące udziału SP (wielkość bloku akcji)		
				mediana	średnia	odchylenie standardowe
2008	312	22	7,05	32,10	36,39	26,05
2009	317	22	6,94	44,31	43,20	24,47
2010	328	21	6,40	46,72	42,55	21,88
2011	339	23	6,79	47,29	42,66	21,81
2012	347	21	6,05	47,29	44,43	24,49
2013	341	17	4,99	51,74	49,97	22,98
Razem	1984	126	6,35	46,72	42,92	23,99

Objaśnienie: lista spółek uwzględnionych w badaniu została przedstawiona w załączniku 2. Sposób pomiaru udziału Skarbu Państwa w strukturach własnościowych spółek (zmienna własność państwa 1) przedstawiony został w załączniku 1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Posiadanie przez państwo udziału w spółkach było przedmiotem szerokiej krytyki, która miała swoje oparcie w wynikach wielu badań na temat efektywności spółek z jego udziałem. W wielu z nich podkreślono, że własność państwowa jest mniej efektywna niż własność prywatna

(Majumdar, 1996; Megginson i Netter, 2001), a w spółkach przez nią kontrolowanych brakuje przedsiębiorczego podejścia i innowacyjności (Brouthers, Gelderman i Arens, 2007; Najid i Rahman, 2011). Nie brakowało również opinii, że własność państwowa jest mniej efektywna w monitorowaniu efektywności swoich inwestycji, co wynika z odmiennej motywacji niż ta, którą kieruje się własność prywatna (Mak i Li, 2001). Co więcej, wpływ na wybór członków zarządów spółek z własnością państwową mają przede wszystkim uwarunkowania polityczne i składy tych zarządów są zależne od cykli politycznych, a ich członkowie pozostają pod polityczną presją (Postuła, 2015). Dodatkowo niektórzy autorzy, jak N. Razak, R. Ahmad i H. Aliahmed (2008), uznali, że własność państwową cechuje społeczny altruizm i społeczna odpowiedzialność, a tym samym jest mocno nastawiona na realizację celów społecznych kosztem celów ekonomicznych. Jeszcze inni autorzy podkreślili, że jest ona zdominowana przez interesy własne polityków i urzędników, którzy przede wszystkim dążą do zachowania władzy i ochrony własnych korzyści, a nie kierują się dążeniem do poprawy efektywności spółek (Cuervo i Villalonga, 2000; Wong, 2004). Polityków można uznać, w konwencji teorii agencji, za agentów społeczeństwa wybranych w wyborach publicznych, a społeczeństwo za ich pryncypała. Aby zachować władzę, politycy muszą dążyć do realizacji oczekiwań społecznych i unikać konfliktów z różnymi interesariuszami, co najczęściej odbywa się za cenę gorszych wyników finansowych spółek.

Samej oceny efektywności przedsiębiorstw państwowych dotyczyły np. badania, które przeprowadzili R. Frydman, Ch.W. Gray, M. Hessel i A. Rapaczynski (1999). Przeanalizowali oni wyniki finansowe prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych w Polsce, na Węgrzech i w Czechach, a przeprowadzone analizy skłoniły ich do stwierdzenia, iż przedsiębiorstwa sprywatyzowane osiągają lepsze wyniki niż te, które pozostały państwowe. Również negatywne wyniki na temat relacji między własnością państwową i wynikami opisano w badaniach M. Allfaraiha, F. Alaneziego i H. Almujaeda (2012) na próbie spółek notowanych na giełdzie w Kuwejcie.

W opozycji do tych badań pozostały jedynie rezultaty badań przeprowadzonych w Chinach przez V. T. Le i T. Bucka (2011), a także V. T. Le i A. Chizemę (2011). Potwierdziły one pozytywne relacje pomiędzy własnością państwową i wynikami spółek. Jak podkreślili ci autorzy, różnica wynikała z odmiennych warunków instytucjonalnych i kulturowych, w których przeprowadzono badania. Otóż uznano, że w tym państwie rząd może poprzez wykorzystanie władzy politycznej wpływać na wyniki. Ponadto dodano, że Chiny są wyjątkowe wśród państw, które przeszły lub przechodzą transformację, gdyż dokonano tam przemian gospodar-

czych, ale nie przeprowadzono przemian politycznych, a równocześnie unikalna chińska kultura, której wyrazem jest wyjątkowy sposób budowania relacji, określanej jako *guanxi*, pozwala na przewyżczenie słabości chińskiego systemu ładu korporacyjnego.

Kolejnymi właścicielami polskich spółek są zagraniczni inwestorzy, głównie zagraniczne spółki (np. w spółkach Ambra, Kruszwica, Orbis czy Żywiec), nieco rzadziej zagraniczne osoby fizyczne (np. w spółce Euro-cash). W tabeli 5 przedstawiono statystyki opisowe dotyczące bezpośredniego i pośredniego udziału zagranicznych inwestorów we własności spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie. Dotyczą one tylko bloków akcji większych niż 5%, gdyż przekroczenie tego progu powoduje obowiązek powiadomienia o wielkości stanu posiadania. Łącznie na 1984 obserwacje w okresie od 2008 do 2013 r. zagraniczni inwestorzy mieli udziały w 316 spółkach, co stanowiło 15,93% wszystkich obserwacji. Dla poszczególnych lat ten udział mieścił się w przedziale od 14,42% w 2008 r. (najniższy udział) do 16,77% w 2010 r. (najwyższy udział). Mediana i średnia arytmetyczna wielkości udziału w tych 316 spółkach wynosiły odpowiednio 51,18% oraz 47,80%. Najwyższą medianę i średnią odnotowano w 2009 r., kiedy to wynosiły one 52,17% i 49,35%, natomiast najniższą w 2013 r., kiedy wynosiły odpowiednio 50,38% oraz 47,32% (tabela 5).

Tabela 5. Udział zagranicznych inwestorów (ZI) w strukturach własnościowych spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie

Rok	Liczba spółek	Liczba spółek z udziałem ZI	%	Statystyki opisowe dotyczące udziału ZI (wielkość bloku akcji)		
				mediana	średnia	odchylenie standardowe
2008	312	45	14,42	50,63	47,45	20,87
2009	317	50	15,77	52,17	49,35	23,33
2010	328	55	16,77	51,18	47,69	24,38
2011	339	56	16,52	51,37	47,54	23,17
2012	347	58	16,71	50,25	47,51	23,91
2013	341	52	15,25	50,38	47,32	22,84
Razem	1984	316	15,93	51,18	47,80	23,19

Objaśnienie: lista spółek uwzględnionych w badaniu została przedstawiona w załączniku 2. Sposób pomiaru udziału zagranicznych inwestorów w strukturach własnościowych spółek przedstawiony został w załączniku 1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Szczególnie w krajach rozwijających się przeprowadzono wiele badań na temat efektywności zagranicznej własności spółek. Generalnie – jak w nich stwierdzono – pomaga ona w rozwinięciu zdolności konkurencyjnych, prowadzi do implementacji nowych technologii czy – jak pokazują niektóre badania – przyczynia się do poprawy wyników finansowych (Chhibber i Majumdar, 1999; Douma, Georga i Kabir, 2006; Goedhuyes, 2007). Na przykład S. Djankov i B. Hoekman (2000), badając spółki czeskie, stwierdzili, że przejęcie przez zagranicznego inwestora poprawiało produktywność spółki. Także J. Bonin, I. Hasan i P. Wachtel (2005) oraz M. Sabi (1996) zauważyli podobną prawidłowość w bankach z krajów rozwijających się i stwierdzili, iż banki mające zagranicznych inwestorów posiadają przewagę technologiczną nad bankami posiadającymi krajowych inwestorów. Natomiast N. Aydin, M. Sayim i A. Yalama (2007) analizowali różnice w wynikach spółek będących w posiadaniu zagranicznych inwestorów i inwestorów krajowych, tym razem w Turcji, i stwierdzili, iż te pierwsze osiągają lepsze wyniki mierzone wskaźnikiem ROA. Ich zdaniem, ta prawidłowość wynika z wyższych standardów monitorowania menedżerów przez zagranicznych właścicieli, a także wprowadzania w spółkach zależnych nowoczesnych technologii, które przyczyniają się do zmniejszania kosztów operacyjnych. Podobne badania przeprowadzili F. Kimura i K. Kiyota (2007) tym razem jednak w spółkach japońskich. Ci autorzy zaobserwowali szybszy wzrost rentowności i produktywności spółek z zagranicznym inwestorem. Wyciągnęli oni podobne wnioski jak wcześniej cytowani autorzy i stwierdzili, że zagraniczni inwestorzy wnoszą do przejętych przez siebie spółek specyficzne zasoby i umiejętności, takie jak nowoczesne technologie, zdolności menedżerskie, a także zasady ładu korporacyjnego.

Także I. Iwasaki, M. Szanyi, P. Csizmadia, M. Illéssy i C. Makó (2010) badali zmiany struktur własnościowych w czasie węgierskiej transformacji i potwierdzili, że prywatyzacja poprzez sprzedaż zagranicznym inwestorom przyczyniła się do poprawy wyników finansowych spółek. Wyciągnęli też wnioski na temat przyczyn tych wyższych wyników. Otóż, jak określili, było to efektem wnoszonej wiedzy i ekspertyz, w tym know-how w zakresie zarządzania i technologii produkcji lub świadczenia usług, a ponadto lepszemu dostępowi do nowych, zagranicznych rynków produktów i dostępowi do kapitału. Jednymi z nielicznych, którzy znaleźli w swojej próbie odwrotną relację, byli R. Lensink i I. Naaborg (2007), którzy badali własność zagranicznych inwestorów w bankach, a ich analizy pokazały, że wzrost tej własności prowadzi do pogorszenia wyników finansowych. Uznali oni na gruncie teorii agencji, że duży dystans pomiędzy inwestorem (pryncypałem) a menedżerami spółki (agentami), która jest przedmiotem inwestycji, powoduje wzrost kosztów agencji, co przekłada się na słabsze wyniki.

Następną grupą inwestorów są finansowi inwestorzy instytucjonalni. Podobnie jak ma to miejsce w zasadzie na całym świecie, również w Polsce wzrósł udział we własności takich inwestorów, jak banki, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, fundusze hedgingowe, instytucje ubezpieczeniowe (Tilba i McNulty, 2013). W naszym kraju rola finansowych inwestorów instytucjonalnych wzrosła wraz z wprowadzeniem reformy emerytalnej, kiedy to powstały fundusze emerytalne i zaczęły gromadzić aktywa inwestowane później między innymi na rynkach kapitałowych. Badania przeprowadzone przez M. Jerzemowską, A. Golec i A. Zamojską (2015) pokazały, że Otwarte Fundusze Emerytalne zaangażowane były w 44% spółek, a w 4% były największymi akcjonariuszami, natomiast w 23% drugimi, a w 21% trzecimi największymi akcjonariuszami.

Tabela 6 zawiera zestawienie dotyczące udziałów finansowych inwestorów instytucjonalnych oraz statystyki opisowe przedstawiające ich wielkość obliczoną na podstawie ujawnionych w sprawozdaniach rocznych bloków akcji. Zgodnie z polskim prawem, co zostało już wskazane, ujawnione są tylko bloki większe niż 5% udziału we własności spółki. Trzeba w tym miejscu podkreślić, że wielkość udziałów finansowych inwestorów instytucjonalnych zmienia się częściej niż wcześniej opisanych inwestorów (państwa i inwestorów zagranicznych), a dodatkowo posiadają oni często mniejsze bloki akcji niż 5%. Dlatego ich skumulowana wartość może być znacznie wyższa i z dużym prawdopodobieństwem dane zawarte w tabeli 6 są zaniżone w stosunku do rzeczywistego udziału finansowych inwestorów instytucjonalnych w strukturach własnościowych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Tym niemniej przedstawione zestawienia dają ogólny obraz udziału we własności opisywanych tu inwestorów. Już nawet to zestawienie pokazuje, iż udział finansowych inwestorów instytucjonalnych jest dość powszechny. Na 1984 obserwacje w spółkach notowanych na GPW w Warszawie z sektorów niefinansowych aż w 1209 przypadkach zanotowano obecność tych inwestorów. Najwyższy udział stwierdzono w roku 2011, kiedy to w 63,13% obserwacji inwestorzy instytucjonalni mieli udziały we własności. Najniższy natomiast w 2009 r., gdy ten udział stwierdzono w 58,04% obserwacji dla tego roku. Mediana udziału finansowych inwestorów instytucjonalnych we wszystkich obserwacjach wyniosła 14,7%, a średnia arytmetyczna 20,25%. Najwyższą medianę i średnią arytmetyczną odnotowano dla 2009 r. i wyniosły one odpowiednio 14,95% oraz 22,02%.

Rola finansowych inwestorów instytucjonalnych była także przedmiotem wielu rozważań. Stwierdzono w nich, że ci inwestorzy przyczyniają się do redukcji kosztów agencji (Gillian i Starks, 2003) lub mają możliwości i bodźce do monitorowania oraz dyscyplinowania menedżerów

najwyższego szczebla (Alfaraih, Alanezi i Almujaed, 2012; Ping i Wing, 2011). Jeszcze inni autorzy stwierdzili, że wpływają na tych menedżerów poprzez swój wzrost aktywności i motywują zarządzających spółkami, aby przeprowadzali długoterminowe inwestycje (David, Hitt i Gimeno, 2001).

Tabela 6. Udział finansowych inwestorów instytucjonalnych (FII) w strukturach własnościowych spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie

Rok	Liczba spółek	Liczba spółek z udziałem FII	%	Statystyki opisowe dotyczące udziału FII (wielkość bloków akcji)		
				mediana	średnia	odchylenie standardowe
2008	312	184	58,97	13,64	19,93	16,82
2009	317	184	58,04	14,95	22,02	19,78
2010	328	193	58,84	14,84	20,19	16,77
2011	339	214	63,13	14,93	19,97	16,40
2012	347	215	61,96	14,76	20,21	16,52
2013	341	219	64,22	14,90	19,38	15,62
Razem	1984	1209	60,94	14,70	20,25	16,98

Objaśnienie: lista spółek uwzględnionych w badaniu została przedstawiona w załączniku 2. Sposób pomiaru udziału finansowych inwestorów instytucjonalnych w strukturach własnościowych spółek przedstawiony został w załączniku 1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Pojawiły się również głosy krytyczne na temat finansowych inwestorów instytucjonalnych. Niektórzy autorzy zarzucali im, że wzrost ich własności w spółkach nie idzie w parze z ich zaangażowaniem (Davis, 2008; Jackson, 2008; Tilba i McNulty, 2013), ich inwestycje często nie wiążą się z budowaniem długoterminowych relacji ze spółkami (Webb, Beck i McKinnon, 2003), sami cierpią z powodu własnego konfliktu agencji (Gorton i Kahl, 1999), nie mają zdolności organizacyjnych i chęci do zdobywania wiedzy o specyfice funkcjonowania spółek, w które zainwestowali (Hellman, 2005) oraz zachowują się jak handlowcy i są przede wszystkim zainteresowani możliwie największymi stopami zwrotu z inwestycji (Hendry, Sanderson, Barker i Roberts, 2006). Ta ostatnia opinia skłania do refleksji, że najpoważniejszym i najefektywniejszym sposobem motywowania menedżerów najwyższego szczebla, jaki mogą zaproponować finansowi inwestorzy instytucjonalni, jest „głosowanie nogami”, czyli zakończenie inwestycji w akcje spółki. A największy wpływ mają ci inwestorzy na bieżącą wycenę akcji, natomiast w rzeczywistości niewielki jest ten wpływ na strategię i długoterminowy rozwój spółki (Bjuggren, Eklund i Wiberg, 2007).

Również wyniki badań na temat relacji pomiędzy własnością inwestorów instytucjonalnych a wynikami finansowymi spółek nie przyniosły jednoznacznych rezultatów. W niektórych z nich udało się potwierdzić hipotezę o pozytywnym związku pomiędzy nimi. Na przykład R. Kochhar i P. David (1996) badali amerykańskie spółki i stwierdzili, że ci inwestorzy nie są, jak często się przyjmuje, krótkowzroczni. Autorzy ci podkreślili, że jeśli posiadają oni niezbędne środki i możliwości, to nie kierują się krótkoterminową orientacją, a szukają raczej możliwości długoterminowych inwestycji w akcje spółek i wymagają od menedżerów najwyższego szczebla, by ci dążyli do zwiększenia wartości spółek poprzez poprawę ich pozycji konkurencyjnej. E. Elyasiani i J. Jia (2010) badali relacje pomiędzy wynikami spółek a stabilnością inwestycji inwestorów instytucjonalnych w akcje. Badanie to zostało przeprowadzone również w Stanach Zjednoczonych. Ci autorzy stwierdzili, że stabilizacja inwestycji inwestorów instytucjonalnych sprzyja wzrostowi wyników finansowych spółek i dodali, iż ta stabilizacja ma również korzystny wpływ na motywację do zdobywania głębszej wiedzy o spółkach przez menedżerów inwestorów instytucjonalnych i kreuje silniejsze bodźce do efektywnego kontrolowania menedżerów najwyższego szczebla spółek, w których akcje zainwestowano. Jak widać, te opinie stoją mocno w opozycji do przedstawionych wcześniej głosów krytycznych na temat finansowych inwestorów instytucjonalnych.

Podobne badania na temat relacji pomiędzy zaangażowaniem inwestorów instytucjonalnych we własność spółek a ich wynikami finansowymi przeprowadzone zostały na rynkach wschodzących. M. Alfaraih, F. Alanezi i H. Almujaed (2012) badali wpływ tej własności na wyniki mierzone wskaźnikami Q Tobina i ROA w spółkach notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Kuwejcie i znaleźli pozytywne relacje pomiędzy nimi. Dodali oni również, że w tym państwie inwestorzy instytucjonalni odgrywają ważną rolę i przyczyniają się do poprawy ładu korporacyjnego w spółkach. Także pozytywne relacje w podobnych badaniach potwierdzili B. Barzegar i K. Babu (2008), badając spółki notowane na giełdzie w Teheranie. Zmiennymi opisującymi wyniki finansowe w tym badaniu były wskaźniki ROA, ROE i Q Tobina.

Należy jednak dodać, że są również badania, które nie potwierdziły podobnych relacji do tych, jakie zostały opisane powyżej. Na przykład C. Rose (2007) przeprowadził badania wpływu własności inwestorów instytucjonalnych na wyniki duńskich spółek. Pokazały one, że zagregowana wielkość udziałów tych inwestorów nie wpływa na wyniki finansowe spółek. Pozytywny wpływ potwierdzono jedynie w odniesieniu do własności banków i towarzystw ubezpieczeniowych. Co więcej, w przeciwieństwie do tych relacji, łączna wielkość udziału we własności dwóch

największych inwestorów instytucjonalnych była negatywnie powiązana z wynikami finansowymi spółek. Powściągliwość w pozytywnej ocenie inwestorów instytucjonalnych proponowali również Ch. Sundaramurthy, D. Rhoades i P. Rechner (2005), którzy także nie stwierdzili związków pomiędzy ich zaangażowaniem w własność spółek a wynikami finansowymi tych spółek.

Jak widać z powyższego przeglądu badań, w wielu opracowaniach poszukiwano relacji pomiędzy rodzajem właściciela a efektywnością funkcjonowania spółek. Przynosiły one różny skutek, ale w większości z nich takie związki odnajdywano. Należy również podkreślić, iż szczególnym typem własności jest własność menedżerska, gdyż właściciele-menedżerowie biorą większą odpowiedzialność za wyniki, sami bezpośrednio podejmując zarówno decyzje strategiczne, jak i decyzje operacyjne, a równocześnie mają większy dostęp do informacji o spółce. Tym samym w większym stopniu niż zewnątrzni właściciele kontrolują oni spółki, ale w przeciwieństwie do wielu tych inwestorów najczęściej nie dywersyfikują swojej własności i ponoszą większe ryzyko, które w ich przypadku wiąże się zarówno z utratą zainwestowanych aktywów, jak i z utratą osobistej reputacji.

2.4. Znaczenie własności menedżerskiej i udział właścicieli-menedżerów w strukturach własnościowych polskich spółek publicznych

Wiele spółek publicznych, nie tylko w Polsce, ale również na świecie, jest zarządzanych przez menedżerów, którzy równocześnie posiadają udziały w ich własności. W krajach anglosaskich, gdzie, jak opisano, struktury własnościowe są rozproszone, własność menedżerska jest postrzegana jako mechanizm zbliżania interesów właścicieli i zarządzających w ich imieniu spółkami menedżerów. Wskazuje na to opisana w późniejszej części tej książki teoria agencji (Jensen i Meckling, 1976). Jednak na to, czy jest to mechanizm efektywny, wpływ ma wielkość udziału we własności. Między innymi H. Demsetz (1983), E. Fama i M. Jensen (1983) oraz R. Morck, A. Shleifer i R. Vishny (1988) wskazywali, że kiedy menedżerowie posiadają małe udziały w strukturach własnościowych, to dyscyplina rynkowa (menedżerski rynek pracy, rynki produktów, rynek kontroli spółek) może oddziaływać na nich mobilizująco i motywować

do kreowania wartości. Jednak gdy posiadają już znaczące udziały, to wpływ tej dyscypliny maleje i mogą oni gwarantować sobie zatrudnienie bez względu na rezultaty spółki. Oczywiście trzeba przy tym pamiętać, że niektórzy menedżerowie z małym udziałem w strukturach własnościowych mogą mieć silną pozycję w spółce ze względu na długi okres pełnienia przez nich funkcji zarządczych, status założyciela czy też silną osobowość. A jednocześnie menedżerowie z dużym udziałem we własności mogą mieć relatywnie słabszą pozycję ze względu na silnych i dobrze zorganizowanych zewnętrznych akcjonariuszy czy zadłużenie spółki oraz silną pozycję kredytodawców. Jednak to głównie udział we własności daje właścicielom-menedżerom przewagę i większy wpływ na kierunki rozwoju spółki.

W krajach rozwiniętych struktury własnościowe spółek, w tym także własność menedżerska, kształtowały się na przestrzeni wieków. B. Tricker (2009) stwierdził, że wiek XIX to wiek kapitalizmu przedsiębiorców. Na jego początku przedsiębiorstwa były prowadzone na jeden z trzech sposobów – po pierwsze, jako przedsiębiorstwa pojedynczych przedsiębiorców, – po drugie, jako przedsiębiorstwa działające w formie partnerstw, – po trzecie, jako przedsiębiorstwa bez osobowości prawnej, których właścicielami byli zarówno zarządzający nimi partnerzy, jak i partnerzy uśpieni, którzy tylko przekazywali kapitał na ich uruchomienie. Jeśli przedsiębiorstwo zbankrutowało, to wierzyciel mógł dochodzić roszczeń od wszystkich zaangażowanych w prowadzenie biznesu. Gdy roszczenie było niespłacalne, to dłużnik musiał odbyć karę w więzieniu, a jego rodzina trafiała do przytułku. Odpowiedzialność za biznes była tak duża, że poza przypadkami uśpionych partnerów, przedsiębiorcy sami prowadzili sprawy przedsiębiorstw i nie zlecali tego menedżerom, a co najwyżej administratorom, których ściśle kontrolowali. Zakres decyzji podejmowanych przez administratorów był ograniczony.

B. Tricker podkreślił, że dopiero w połowie tego wieku uchwalono prawo, które stworzyło koncepcję spółki. Choć trzeba też pamiętać, że za protoplastę nowoczesnej spółki uważa się siedemnastowieczną kompanię. Pierwszymi z nich była Brytyjska Kompania Wschodnio-Indyjska, która powstała w 1600 r. w Wielkiej Brytanii, oraz Holenderska Kompania Wschodnioindyjska (hol. *Vereenigde Oostindische Compagnie*), która została powołana do życia w 1602 r. w dzisiejszej Holandii, a wtedy w Republice Siedmiu Zjednoczonych Prowincji Niderlandzkich (de Jong i Röell, 2007; Jeżak, 2010a). Ta koncepcja spółki polega na nadaniu jej osobowości prawnej, dzięki czemu staje się ona oddzielnym od swoich właścicieli podmiotem praw i obowiązków, a w efekcie należy się jej wiele praw przysługujących również ludziom. Chodzi tu chociażby o prawo posiadania. Co więcej, odpowiedzialność właścicieli jest ograniczona do

wysokości ich inwestycji w kapitał akcyjny. Taka koncepcja sprawia, że spółki dzięki osobowości prawnej żyją własnym życiem, niezależnym od życia założycieli, którzy mają prawo sprzedaży lub przekazania akcji spadkobiercom. W momencie nadania osobowości prawnej spółki jako osoby prawne mają zdolność prawną, zdolność do czynności prawnych oraz zdolność procesową, czyli mogą m.in. zawierać kontrakty, pozywać i być pozywane, posiadać własność oraz zatrudniać pracowników (Czer-niawski, 2009). Powstanie spółki z osobowością prawną zmieniło dia-metralnie sytuację przedsiębiorców. W takich warunkach instytucjonal-nych, choć własność nadal pozostawała podstawowym źródłem władzy, to akcjonariusze zaczęli spośród swojego grona lub spoza niego wybierać zarządzających spółkami menedżerów, a ci zarządzali nimi i raportowali właścicielom na temat efektów tego zarządzania.

Początkowo wszystkie spółki akcyjne – jak dodał B. Tricker (2009) – były spółkami publicznymi i pozyskiwały kapitał od szerokiego grona akcjonariuszy, których odpowiedzialność za skutki jego wykorzystania była ograniczona. Na początku XX w. zauważono jednak, że ograniczo-na odpowiedzialność może też być korzystna dla firm rodzinnych i tych, które nie zbierają kapitału na rynku publicznym. Stąd poza spółkami pu-blicznymi na całym świecie występuje ogromna liczba spółek niepublicz-nych, nawet dużo większa niż spółek publicznych, które najczęściej są zarządzane bezpośrednio przez swoich właścicieli.

Na początku XX w., szczególnie w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, ale także w innych krajach rozwiniętych, wzrosło znaczenie giełd papierów wartościowych. Akcjonariusze spółek stali się liczniejsi i często rozproszeni terytorialnie, a ich osobiste związki ze spółkami zaczęły być coraz słabsze. Na ten problem zwrócili uwagę A. Berle i G. Means (1932), którzy po przebadaniu amerykańskich spółek wyciągnęli często przy-pominany do dziś wniosek, że nastąpiło rozdzielenie własności i zarzą-dzania, a spółki są pod kontrolą menedżerów. To rozdzielenie własności i kontroli nad spółkami doprowadziło do zmierzchu kapitalizmu przed-siębiorców i zastąpienia go kapitalizmem menedżerskim.

Dziś czasem sugeruje się, że kapitalizm menedżerski jest powoli za-stępowany przez kapitalizm inwestorski. Jest to głównie spowodowane, przedstawionym wcześniej, wzrostem znaczenia inwestorów instytucjo-nalnych i wtórną koncentracją kapitału w ich portfelach. Jednak ich po-dejście do spółek z portfela nie jest tak aktywne, jak początkowo oczeki-wano, natomiast rola menedżerów w spółkach wciąż pozostaje istotna. Wzmacniają ją posiadane przez nich udziały we własności. Różne są ich źródła. Z jednej strony na czele spółek stoją ich założyciele bądź ich rodzi-ny. Często kontrolują oni spółki lub wciąż pozostają znaczącymi akcjo-nariuszami. Inną grupę stanowią właściciele-menedżerowie, którzy przejęli

znaczące pakiety akcji i po ich przejęciu podjęli się kierowania spółkami. Kolejną grupą są menedżerowie, którzy stali się właścicielami w wyniku wykupów menedżerskich (ang. *Management By Out*, MBO). Głównie opierają się one na wykupie lewarowanym (ang. *Leverage By Out*, LBO), gdyż niezwykle rzadko się zdarza, aby chętni do wykupu menedżerowie mieli dostateczną ilość środków finansowych. Trzeba również dodać, że obok tych transakcji na świecie występują również transakcje MBI (ang. *Management Buy In*), gdzie spółka jest nabywana przez menedżerów, którzy nie są z nią związani oraz BIMBO (ang. *Buy In Management By Out*), która polega na realizacji wykupu wspólnie przez menedżerów ze spółki, jak i spoza niej. Ostatnią grupę stanowią menedżerowie posiadający najczęściej mniejsze pakiety akcji, zakupione przez nich samych lub pozyskane w wyniku wdrożenia w spółkach systemów motywacyjnych opartych na kapitale (akcje lub opcje na akcje).

Warto w tym miejscu jeszcze odnieść się do transakcji MBO. Najbardziej rozwiniętym rynkiem tego typu transakcji jest Wielka Brytania. Tam ich finansowanie opiera się na pięciu źródłach (Zawisza, 2005):

- a) kapitale menedżerskim, który szacunkowo stanowi od 5% do 7% wartości transakcji;
- b) kapitale funduszy inwestycyjnych stanowiącym od 30% do 35%;
- c) finansowaniu długiem typu *mezzanine* stanowiącym 4%;
- d) obligacjach niezabezpieczonych, które stanowią 7%;
- e) kredycie finansowym stanowiącym szacunkowo 42–48% wartości transakcji.

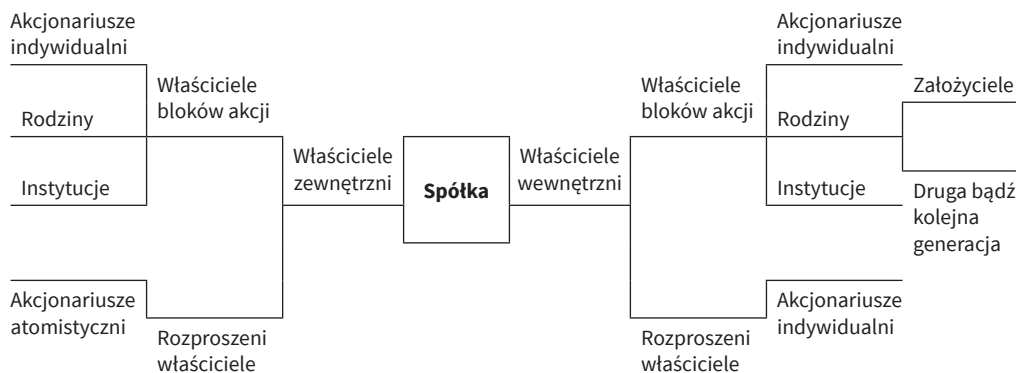
J. Jeżak (2010a), który bardzo dokładnie opisał problemy, a w tym bariery, wykupów menedżerskich, wskazuje natomiast, że wykup menedżerski, poza udziałem grupy menedżerów gromadzących przeciętnie 10–20% środków, wymaga zaangażowania czterech podmiotów:

- a) banku kredytującego transakcję, który dostarcza środki niezbędne do sfinansowania części inwestycji (od 42% do 48% wartości całej transakcji);
- b) funduszu typu *private equity* nabywającego akcje na uzgodniony okres przejściowy (od 30% do 35% wartości transakcji);
- c) spółki będącej przedmiotem transakcji, czyli spółki docelowej;
- d) spółki celowej (ang. *special purpose vehicle*, SPV), do której zostanie wniesione nabyte przedsiębiorstwo.

Dodatkowo za szczególny rodzaj finansowania można również uznać odroczone płatność.

Dziś własność menedżerska, bez względu na źródło swojego pochodzenia, odgrywa ważną rolę w strukturach własnościowych. Rysunek 5 przedstawia ją wśród innych rodzajów własności (McConnell, McKeon i Xu, 2010). Generalnie wszystkich właścicieli spółek można podzielić

na właścicieli zewnętrznych i właścicieli wewnętrznych. W obu przypadkach występują właściciele bloków akcji i właściciele rozproszeni. Właścicielami bloków akcji są akcjonariusze indywidualni, rodziny oraz instytucje. Rozproszeni zewnętrzni akcjonariusze, to – jak ich klasyfikują J. McConnell, S. McKeon i W. Xu (2010) – akcjonariusze atomistyczni, natomiast rozproszeni wewnętrzni akcjonariusze to akcjonariusze indywidualni. Trzeba też pamiętać, że w przypadku własności rodzinnej występują zarówno założyciele spółek, jak i ich rodziny w drugim lub kolejnym pokoleniu. Ten ostatni podział koresponduje również z podziałem prezesów spółek zaproponowanym przez W. Flanagana (2003). Otóż sklasyfikował on prezesów amerykańskich spółek jako prezesów-przedsiębiorców (ang. *entrepreneurial CEOs*) i prezesów-opiekunów (ang. *custodial CEOs*). Pierwsi to założyciele spółek, którzy zbudowali je od samych podstaw, tworząc konfigurację aktywów rzeczowych i kapitału intelektualnego, tacy np. jak Michael Dell. Drugi to menedżerowie, którzy w rzeczywistości są wynajęci do zarządzania spółkami w imieniu wszystkich właścicieli, choć często również posiadają udziały we własności.



Rysunek 5. Właściciele spółek akcyjnych

Źródło: J. McConnell, S. McKeon, W. Xu (2010, s. 316)

Przedstawiona historia rynku kapitałowego w Polsce pokazała, że nasz kraj nie przeszedł nie tylko takiej samej drogi rozwoju instytucji rynku kapitałowego, jaką przechodziły kraje rozwinięte, ale również drogi rozwoju struktur własnościowych. Wystarczy stwierdzić, że na przykład liczba transakcji MBO w Polsce jest dużo mniejsza niż w krajach rozwiniętych (Socha, Wrzesiński, 2000). Szczególnie dotyczy to spółek publicznych. Ale udział w strukturach własnościowych właścicieli-menedżerów

jest na relatywnie wysokim poziomie (Bohdanowicz, 2014b). W tabeli 7 znajdują się statystyki opisowe dotyczące własności menedżerskiej (wraz z własnością ich rodzin) rozumianej tutaj jako własność członków zarządu w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2013, a pochodzących z sektorów niefinansowych (z obserwacji wyłączono banki i fundusze inwestycyjne oraz fundusze *venture capital*). Łącznie dane te dotyczą 1984 obserwacji. Średnia arytmetyczna udziału tej własności dla całej próby wyniosła 21,23% (w tabeli 7 wartości przedstawione są w ułamkach dziesiętnych) i wahała się od 22,33% w 2008 r. do 20,56% w 2013 r. Zatem w analizowanym okresie nieznacznie spadła. Zwraca też uwagę duża różnica pomiędzy średnią arytmetyczną a medianą, która dla całej próby wyniosła tylko 2,67%, a najwyższa była w 2012 r., kiedy liczyła 3,19%. Ta różnica jest efektem dużej liczby obserwacji spółek, w których udział własności menedżerskiej wynosił lub był zbliżony do 0. Tyle wyniosła też wartość minimalna. Wartość maksymalna wyniosła natomiast aż 99,94% i została odnotowana dla jednej z obserwacji z 2008 r. (tabela 7).

Tabela 7. Udział własności menedżerskiej w strukturach własnościowych spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie

Rok	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	0,2233	0,0268	0,2893	0,0000	0,9994	312
2009	0,2103	0,0203	0,2811	0,0000	0,9722	317
2010	0,2127	0,0311	0,2713	0,0000	0,8785	328
2011	0,2081	0,0331	0,2651	0,0000	0,8726	339
2012	0,2153	0,0319	0,2718	0,0000	0,9422	347
2013	0,2056	0,0257	0,2679	0,0000	0,9562	341
Razem	0,2123	0,0267	0,2743	0,0000	0,9994	1984

Objaśnienie: lista spółek uwzględnionych w badaniu została przedstawiona w załączniku 2. Sposób pomiaru udziału własności menedżerskiej w strukturach własnościowych spółek przedstawiony został w załączniku 1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Powyższe rozważania i zestawienia pokazały, że własność menedżerska w spółkach kształtuje się w różny sposób, a jej udział w strukturach własnościowych polskich spółek publicznych jest relatywnie duży. Opisując tę własność, trzeba także pamiętać, że relacje w spółkach całkowicie zmieniają się, gdy członkowie ich organów zarządczych posiadają

równocześnie znaczące udziały we własności. Te znaczące udziały mogą prowadzić do zachwiania równowagi w spółkach. W takiej sytuacji właściciele-menedżerowie poza lepszym dostępem do informacji, mają przecież możliwość wpływania na struktury rad nadzorczych czy politykę wynagradzania członków organów zarządczych, czyli na niektóre mechanizmy ładu korporacyjnego. A trzeba podkreślić, że jedna z jego podstawowych zasad mówi, iż musi być stworzony system kontrolowania i zachowywania równowagi (ang. *a system of checks and balances*). Jego brak może prowadzić do pokusy nadużyć i do konfliktów interesów z zewnętrznymi właścicielami oraz innymi interesariuszami. Z drugiej jednak strony posiadanie przez menedżerów udziałów we własności może zwiększać ich motywację do osiągnięcia lepszych wyników przez spółki. Dlatego wpływ własności menedżerskiej na funkcjonowanie spółek nie jest jednoznaczny i wymaga dokładnego wyjaśnienia.

ROZDZIAŁ III

WPŁYW WŁASNOŚCI MENEDŻERSKIEJ NA WYNIKI I FUNKCJONOWANIE SPÓŁEK

3.1. Własność menedżerska a strategie spółek

Problem podejmowania decyzji strategicznych i odpowiedzialności za nie był obecny w wielu opracowaniach na temat ładu korporacyjnego, które w szczególności dotyczyły zaangażowania w nie rad spółek (Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch i Volberda, 2009; Jeżak, 2010c), jak i wpływu na decyzje strategiczne różnych typów właścicieli (Calabrò, Torchia, Pukall i Mussolino, 2013; Jeżak, 2010b). W tym miejscu warto podkreślić, iż w rozważaniach dotyczących wpływu struktur własnościowych, w tym własności menedżerskiej, na strategie spółek poruszano przede wszystkim kwestię ich wpływu na te decyzje strategiczne, które Z. Matyjas (2013) określił jako decyzje właścicielskie, czyli decyzje dotyczące dywersyfikacji, integracji wertykalnej, integracji horyzontalnej oraz fuzji i przejęć, a także dodatkowo decyzje dotyczące różnie definiowanej strategii internacjonalizacji. X. Castañer i N. Kavadis (2013) wskazali jeszcze na dywersyfikację finansową, którą odróżnili od dywersyfikacji niepowiązanej oraz na podstawie badań m.in. W. Lewellena (1971) określili jako dywersyfikację, która odnosi się do zakresu, w jakim spółka operuje w różnych biznesach z niedoskonale skorelowanymi lub antycyklicznymi źródłami przychodów. Generalnie decyzje właścicielskie dotyczą strategii, które w literaturze w zakresie zarządzania strategicznego określa się również jako decyzje podejmowane na poziomie korporacji (Barney i Hesterly, 2011; Johnson, Scholes i Whittington, 2010). Oczywiście w praktyce właściciele-menedżerowie angażują się również w podejmowanie decyzji strategicznych na niższych poziomach, a w szczególności na poziomie strategicznej jednostki biznesu, czyli strategii, które M. Porter (1992) określił jako strategię konkurowania.

Ogólnie, na podstawie niektórych wcześniejszych badań można stwierdzić, iż struktury własnościowe spółek wpływają na ich strategie (Berger i Ofek, 1995; Denis, Denis i Sarin, 1999; Lang i Stulz, 1994). Choć badania relacji między nimi, jak wspomniano, dotyczyły różnych strategii na poziomie korporacji, ale najczęściej z nich koncentrowało się na strategiach dywersyfikacji działalności (Amihud i Lev, 1981; Goranova, Alessandri, Brandes i Dharwadker, 2007) i strategiach ekspansji międzynarodowej (Alessandri i Seth, 2014; Oestrele, Richta i Fisch, 2013). Tę ostatnią w światowych rozważaniach czasami określano również jako dywersyfikację geograficzną (ang. *geographic diversification*) lub dywersyfikacją międzynarodową (ang. *international diversification*), gdyż odnosiła się ona do dywersyfikowania portfela inwestycji i przychodów poprzez działalność w różnych regionach geograficznych, co miało prowadzić do redukcji całkowitego ryzyka i zwiększania stóp zwrotów, przy czym te różne regiony geograficzne odnoszono najczęściej do rynków międzynarodowych (Doukas i Pantzalis, 2003; Lins i Servaes, 2002). Początkowo opierały się one na założeniu, że w związku z tym, iż dywersyfikacja jest strategią obniżającą optymalną wartość dla akcjonariuszy, to zewnętrzni właściciele są w stanie ograniczać zapędy menedżerów do jej wdrażania (Amihud i Lev, 1981), a własność menedżerska może właśnie redukować dążenie do dywersyfikacji i chronić spółkę przed późniejszą kosztowną restrukturyzacją, która wynika z nadmiernego zaangażowania w dużą liczbę biznesów, często bez dbania o efekt synergii między nimi (Johnson, 1996; Markides, 1995). Stąd Y. Kim i I. Mathur (2008), badając próbę 28 050 rocznych obserwacji spółek, stwierdzili, że zarówno dywersyfikacja działalności, jak i dywersyfikacja geograficzna są powiązane ze spadkiem wartości spółki. Na tej podstawie doszli do wniosku, że koszty dywersyfikacji mogą w rzeczywistości przewyższać jej korzyści. Porównali oni też efekty dwóch rodzajów dywersyfikacji i zauważyli, że dywersyfikacja geograficzna w stosunku do dywersyfikacji działalności prowadzi do wyższych wydatków na b+r, wydatków na reklamę, przychodów operacyjnych oraz wartości wskaźników ROA i ROE.

Jak opisali T. Alessandri i A. Seth (2014), podstaw teoretycznych do badań na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a strategią spółek dostarczają dwie perspektywy – perspektywa wskazująca na korzyści związane ze zbliżeniem interesów menedżerów i akcjonariuszy (ang. *incentive alignment perspective*) oraz perspektywa skutecznego kontraktowania menedżerskiego (ang. *efficient managerial contracting perspective*).

Perspektywa wskazująca na korzyści związane ze zbliżeniem interesów menedżerów i akcjonariuszy opiera się bezpośrednio na teorii agencji. Zwraca ona uwagę, że dywersyfikacja działalności prowadzi do wzrostu wielkości firmy i redukuje zmienność, a więc również niepewność, stóp

zwrotu. Stąd dywersyfikacja może przynieść menedżerom najwyższego szczebla osobiste korzyści związane ze wzrostem ich wynagrodzeń, zwiększeniem władzy i prestiżu, a także zmniejszeniem ryzyka ich zatrudnienia. Zewnętrzni i rozproszeni akcjonariusze oczekują jednak od spółki jak najwyższych stóp zwrotu, a swoje ryzyko zewnętrzni właściciele optymalizują na poziomie własnych portfeli akcji. Preferują zatem koncentrację na ograniczonej liczbie biznesów i na tej podstawie osiągnięcie jak najlepszych wyników księgowych dzięki wykorzystaniu kluczowych kompetencji spółki. Te lepsze wyniki księgowe powinny przełożyć się na wyższe wyceny rynkowe akcji. Stąd wskazywano, że szczególnie dywersyfikacja niepokrewna (ang. *unrelated diversification*) prowadzi do niższych stóp zwrotu, gdyż nie pozwala na osiągnięcie efektu synergii i jest niekorzystna dla właścicieli (Lang i Stulz, 1994; Palich, Cardinal i Miller, 2000). Własność menedżerska poprzez ograniczenie problemu agencji powoduje, iż menedżerowie powinni zachowywać się jak właściciele i dążyć do ograniczania liczby biznesów, w które angażuje się spółka (Alessandri i Seth, 2014). Stąd też niektórzy autorzy potwierdzili w swoich empirycznych badaniach negatywne relacje pomiędzy własnością menedżerską a stopniem zdywersyfikowania działalności (Agrawal i Mandelker, 1987; Amihud i Lev, 1999; Denis, Denis i Sarin, 1997).

Perspektywa skutecznego kontraktowania menedżerskiego odwołuje się natomiast do korzyści, jakie osiągają menedżerowie najwyższego szczebla w zdywersyfikowanych i niezdywersyfikowanych spółkach oraz zwraca uwagę na ryzyko menedżerskie i koszty ponoszone przez akcjonariuszy w związku z własnością menedżerską, które są bagatelizowane przez perspektywę zbliżenia interesów menedżerów i akcjonariuszy (Alessandri i Seth, 2014). Istnieje kilka źródeł ponoszenia przez menedżerów ryzyka. Po pierwsze, ryzyko inwestycyjne akcjonariuszy wzrasta wraz ze wzrostem ryzyka biznesowego, które zawiera zarówno ryzyko systematyczne, jak i niesystematyczne. Zmienność wyników spółek może wpływać na różne formy dochodów menedżerów najwyższego szczebla, a w szczególności ich premie i inne dochody uzależnione od wyników. Po drugie, większe ryzyko biznesowe może również doprowadzić do wzrostu ryzyka zwolnienia menedżerów najwyższego szczebla i w efekcie negatywnie wpływać na ich reputację na rynkach pracy. Po trzecie, własność menedżerska łączy bezpośrednio wzrost majątku menedżerów z ceną rynkową akcji. Tym samym pociąga za sobą natychmiastowe zmniejszenie majątku właścicieli-menedżerów, gdy ceny rynkowe akcji spadają. Mając na uwadze, że portfele menedżerów bardzo często nie są zdywersyfikowane, jak ma to miejsce w przypadku zewnętrznych akcjonariuszy, zwłaszcza finansowych inwestorów instytucjonalnych, a wartość ich majątku jest silnie uzależniona od wyników spółek, to majątki menedżerów

są poddane zarówno ryzyku systematycznemu (czyli ryzyku zależnemu od zjawisk makroekonomicznych, które dotyka wszystkie spółki), jak i ryzyku niesystematycznemu (czyli inaczej specyficznemu, tj. ryzyku, pod którego wpływem pozostają poszczególne spółki lub branże). I po czwarte, zmiany cen akcji nie zawsze są dobrą miarą oceny menedżerów najwyższego szczebla, gdyż pozostają pod wpływem wielu czynników niezwiązanych z ich działaniami. Tym samym powiązanie korzyści menedżerów z wynikami finansowymi spółek sprawia, iż te korzyści stają się ryzykowne, gdyż w dużym stopniu uzależnione są od czynników, które nie pozostają pod kontrolą menedżerów najwyższego szczebla (Bertrand i Mullainathan, 2001). Z tego też powodu ci menedżerowie mogą oczekiwać wyższych wynagrodzeń w związku z ponoszeniem dodatkowego ryzyka, a te wynagrodzenia są powiązane z wielkością spółek. Wielkość spółek może rosnąć bez synergicznego powiązania z ich wartością, np. poprzez dywersyfikację niepowiązaną. Skuteczne kontraktowanie menedżerskie powinno temu przeciwdziałać.

Trzeba też pamiętać, że ryzykowne strategie, jeśli prowadzą do sukcesu, powodują najczęściej wyższe stopy zwrotu, co jest szczególnie oczekiwane przez akcjonariuszy spółek. Jak zostało częściowo wskazane powyżej, mogą oni przy tym dywersyfikować swoje portfele, uniezależniając się tym samym od niesystematycznego ryzyka, a w przeciwieństwie do nich menedżerowie podlegają ryzyku systematycznemu i specyficznemu dla firmy. Dlatego skuteczne kontraktowanie ma równoważyć potencjalne koszty związane z tym ryzykiem, ale gdy wynagrodzenie skłania menedżerów do podejmowania wysoce ryzykownych działań, to – jak zauważyli J. Core, W. Guay i D. Larcker (2003) – jest nieskuteczne i przynosi efekty niższe od optymalnych. Menedżerowie najwyższego szczebla dążą do ochrony własnego majątku, a kiedy wynagrodzenia skłaniają ich do ponoszenia dodatkowego ryzyka i osiągnięcia wyższych stóp zwrotu, to mogą wbrew temu podejmować działania, które zmniejszają ryzyko biznesowe (Larraza-Kintana, Wiseman, Gomez-Mejia i Welbourn, 2007; Wright, Kroll, Krug i Pettus, 2007).

Co więcej, w niektórych opracowaniach podkreślono również, że dywersyfikacja działalności spółki może redukować ryzyko związane z karierami i przyszłym zatrudnianiem menedżerów najwyższego szczebla, czyli np. ryzyko utraty stanowiska, obniżenia profesjonalnej reputacji i straty wynagrodzenia, głównie poprzez mniejsze narażanie się na niedogodności związane z opieraniem się tylko na jednym biznesie (Goranova, Alessandri, Brandes i Dharwadker, 2007). Tym samym menedżerowie w przypadku braku zewnętrznych, skoncentrowanych akcjonariuszy mogą wykorzystać własną swobodę kształtowania polityki spółki i ukierunkować jej wolne środki pieniężne tak, aby przejąć jakąś inną spółkę

i zmniejszyć własne ryzyko (Amihud i Lev, 1981). W ostateczności, co przedstawiano na podstawie teorii agencji, menedżerowie najwyższego szczebla, nie podlegając dostatecznej kontroli, mogą nadmiernie zdywersyfikować spółkę i w ten sposób doprowadzić do pogorszenia jej wyników (Bethel i Liebeskind, 1993).

Przegląd najważniejszych badań na temat właścicielskich aspektów wdrażania strategii dywersyfikacji należy rozpocząć od badań Y. Amihuda i B. Leva (1981). Analizowali oni relacje pomiędzy procesami fuzji prowadzącymi do tworzenia konglomeratów oraz motywami menedżerskimi związanymi z zatrudnieniem (ryzyko utraty stanowiska, wpływ na reputację zawodową itd.) i potwierdzili, że te motywy mają wpływ na awersję do ryzyka w procesie fuzji. Podobne badania przeprowadził D. May (1995), który również analizował wpływ motywów menedżerskich na strategię redukcji ryzyka. W szczególności zauważył on, że prezesi spółek, którzy dokonali większych osobistych inwestycji we własność spółek, mają również większą skłonność do dywersyfikacji poprzez przejęcia, a ponadto – jak kontynuował – widoczna jest negatywna relacja pomiędzy wartością kapitału ludzkiego zainwestowanego przez prezesa w spółkę a wielkością wskaźnika zadłużenia do kapitału własnego oraz rozproszaniem kapitału własnego spółki. W odniesieniu do ryzyka działalności zauważył on również, że prezesi, którzy stali się specjalistami od pewnych technologii, starają się inwestować w podobne technologie. W momencie, gdy zaczynają się zajmować nowymi biznesami, pojawiają się gorsze wyniki spółek.

Problem relacji pomiędzy własnością menedżerską, strategią dywersyfikacji oraz wartością spółki badał też T. Steiner (1996). Stwierdził on, że zarówno własność menedżerska, jak i dywersyfikacja są determinantami wartości spółek. Na podstawie danych z 1992 r. i próby spółek notowanych na giełdzie nowojorskiej szczegółowo zdiagnozował, że dywersyfikacja wyjaśniała 1,91% zmienności wskaźnika Q Tobina, podczas gdy własność menedżerska 1,63%. Własność inwestorów instytucjonalnych wyjaśniała tę zmienność w mniejszym stopniu, gdyż tylko w 0,9%.

Później S.-S. Chen i K. Ho (2000) zajęli się problemem oceny strategii dywersyfikacji i wykorzystali do tego próbę 145 spółek singapurskich. Ich badania pokazały, że poziom dywersyfikacji działalności jest pozytywnie oraz w sposób istotny statystycznie powiązany z wielkością spółki, ale negatywnie z udziałem we własności zewnętrznych akcjonariuszy. Ta część wyników potwierdziła podstawowe założenia teorii agencji. Co więcej, te same analizy nie pozwoliły jednak na potwierdzenie statystycznie istotnych związków pomiędzy własnością menedżerską a poziomem dywersyfikacji. Dopiero ich pogłębione badania pozwoliły na stwierdzenie, że w analizowanej próbie znaczna utrata wartości w wyniku dywersyfikacji

następowała dopiero przy niskim poziomie własności menedżerskiej. Jednak to pozwoliło im na stwierdzenie, że właśnie wtedy najsilniejszy jest problem agencji. Poza tym, jak dodali, przy takim niskim poziomie własności menedżerskiej zewnętrzni akcjonariusze nie mają istotnego wpływu na poziom wartości płynącej z dywersyfikacji. To pokazuje, że gdy zewnętrzni akcjonariusze mogliby potencjalnie odgrywać ważną rolę jako czynnik negatywnie wpływający na poziom dywersyfikacji, to S.-S. Chen i K. Ho nie znaleźli dowodów na poparcie tezy, iż przy niskim poziomie własności menedżerskiej mogą oni efektywnie zredukować problem agencji.

Inne badania, tym razem w 889 szwedzkich spółkach, przeprowadzili G. George, J. Wiklund i S. Zahra (2005). Dotyczyły one strategii internacjonalizacji małych i średnich przedsiębiorstw. Ich wyniki pokazywały, że struktury własnościowe tych przedsiębiorstw wpływają na skłonność do podejmowania ryzykownych działań oraz zakres i skalę umiędzynarodawiania biznesu. Otóż wewnętrzni właściciele (prezesi spółek i inni członkowie kierownictwa spółek) mieli większą awersję do ryzyka i mniejszą skłonność do zwiększania skali oraz zakresu strategii internacjonalizacji niż zewnętrzni właściciele.

Ch.-J. Chen i Ch.-M. Yu (2012) analizowali natomiast relacje pomiędzy własnością menedżerską, strategią dywersyfikacji oraz wynikami tajwańskich spółek i zauważyli niemonotoniczną relację pomiędzy tą własnością a dywersyfikacją. W przeciwieństwie do innych badań punkt przełamania w ich badaniach miał miejsce przy udziale we własności menedżerów na poziomie 33,17%. Co więcej, inaczej niż było to określone we wcześniejszych rozważaniach na temat zarządzania strategicznego, stwierdzili oni, że dywersyfikacja jest pozytywnie powiązana z krótkoterminowymi wynikami spółek, a co więcej, lepsze wyniki osiągają spółki zaangażowane w dywersyfikację niepowiązaną niż powiązaną.

W kolejnych badaniach X. Castañer i N. Kavadis (2013) analizowali relacje pomiędzy dywersyfikacją, mechanizmami ładu korporacyjnego i wolnymi przepływami pieniężnym. Badania te były prowadzone na podstawie danych z lat 2000–2006 i dotyczyły 59 spółek z listy 100 największych francuskich przedsiębiorstw. Ich wyniki pokazały, że stopień koncentracji własności wpływa na dywersyfikację finansową, kiedy wolne przepływy pieniężne są niskie. Ta relacja nie dotyczyła oczywiście własności menedżerskiej, ale generalnie udziału we własności największego akcjonariusza, niezależnie, czy był to akcjonariusz wewnętrzny czy też zewnętrzny. Pośród innych zmiennych dotyczących ładu korporacyjnego i ich związków z dywersyfikacją spółek, na uwagę zasługują pozytywne relacje pomiędzy wynagrodzeniami prezesów i stopniem zdywersyfikowania spółek, gdy wolne przepływy pieniężne były na wysokim po-

ziomie, a także pozytywny wpływ na ten stopień obecności w organach statutowych niezależnych dyrektorów, gdy przepływy pieniężne były na niskim poziomie.

Natomiast M.-J. Oesterle, H. Richta i J. Fisch (2013) prowadzili badania na temat wpływu koncentracji własności na strategię internacjonalizacji. Oparli się oni na danych panelowych i próbie 102 niemieckich spółek z sektorów produkcyjnych. Ich obserwacje objęły okres od 1990 do 2006 r., a wyniki wskazywały, że relacje te nie są prostoliniowe. Zaobserwowana przez nich zależność była początkowo negatywa, a później pozytywna, czyli miała charakter przypominający literę u (ang. *u-shaped*). Na tej podstawie stwierdzili, że stopień koncentracji własności jest istotnym czynnikiem objaśniającym stopień internacjonalizacji. Co więcej, podkreślili oni, że uzyskane przez nich wyniki są zgodne z założeniami teorii agencji.

W Polsce badania relacji pomiędzy strukturami własnościowymi a strategiami spółek prowadzone były przez zespół pod kierunkiem naukowym J. Jeżaka (2010b). Pierwsza część tych badań miała charakter badań ankietowych, a druga część badań opartych o dane wtórne. W pierwszych zauważono, że w procesy fuzji i przejęć były zaangażowane głównie spółki o niskim stopniu koncentracji struktur własnościowych i takie, w których udziały posiadali członkowie zarządu oraz inwestorzy finansowi. Niestety do modelu stworzonego na potrzeby analizy danych w badaniach opartych na danych pochodzących z raportów rocznych, a dotyczących relacji pomiędzy strukturami własnościowymi a strategiami rozwoju, nie wprowadzono zmiennej opisującej udział w tych strukturach własności menedżerskiej.

W niektórych badaniach zasugerowano również, że menedżerowie najwyższego szczebla mogą dążyć do międzynarodowej ekspansji i kierują się przy tym osobistym interesem, nawet jeśli spółka zmniejsza swoją wartość (Lee, Hooy i Hooy, 2012). Internacjonalizacja działalności prowadzi bowiem do wzrostu ich prestiżu i wynagrodzeń, a także zmniejszenia ryzyka działalności. Podobne mogą być zresztą motywy strategii dywersyfikacji działalności. Wzrost udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla daje im większą swobodę w podejmowaniu decyzji na temat stosowanej strategii. Nie ma też wątpliwości, że opisywany tu obszar badań jest perspektywiczny i również przyszłe badania na temat związków pomiędzy strukturami własnościowymi a stosowanymi przez spółki strategiami mogą podnieść wiedzę na temat mechanizmów podejmowania decyzji w polskich spółkach. W niniejszym opracowaniu skoncentrowano się jedynie na badaniach empirycznych jednego obszaru, a mianowicie na analizie relacji pomiędzy własnością menedżerską a poziomem internacjonalizacji, zoperacjonalizowanym jako poziom działalności eksportowej polskich spółek publicznych. Nie podjęto badań na

temat dywersyfikacji działalności ze względu na dostępne dane. Pochodziły one z raportów rocznych, a tam, co prawda, zgodnie z wymogami MSSF 8 wyodrębnia się segmenty operacyjne i przedstawia dane na temat sprzedaży w nich, ale są one wyodrębniane przez spółki w sposób, który jest przez nie wykorzystywany dla celów zarządczych, a to zmniejsza możliwość stosowania porównań. J. Michalak (2014) podkreślił, że samo wdrożenie MSSF 8 zwiększyło przejrzystość w zakresie prezentowania segmentów operacyjnych, w tym zwiększenie liczby ujawnianych segmentów, ale równocześnie wiele spółek zaczęło je wyodrębniać ogólnie, tak aby zwłaszcza konkurenci nie mogli wprost porównać ich wyników. Powoduje to dowolność prezentacji, która utrudnia, przy zastosowanej w niniejszej pracy metodzie zbierania danych, również przeprowadzenie badań porównawczych na temat dywersyfikacji działalności.

Generalnie na podstawie wcześniejszych badań można postawić hipotezę na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a strategią internacjonalizacji.

Hipoteza 1

Własność menedżerska wpływa pozytywnie na poziom internacjonalizacji działalności spółek.

3.2. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynikami finansowymi spółek

Dotychczasowe badania relacji pomiędzy strukturami własnościowymi, w tym własnością menedżerską, a wynikami finansowymi spółek były przede wszystkim prowadzone w oparciu o założenia teorii agencji. Jak wspomniano w pierwszym rozdziale, ta teoria zakłada, iż menedżerowie najwyższego szczebla, którzy posiadają akcje zarządzanych przez siebie spółek, będą zachowywali się jak inni akcjonariusze, czyli będą dążyli do wzrostu wartości dla właścicieli, a tym samym konflikt interesu pomiędzy pryncypałami a agentami będzie zanikał (Jensen i Meckling, 1976). Tym samym menedżerowie jako agenci innych akcjonariuszy, ale zarazem właściciele akcji, powinni mieć pełną motywację do zarządzania spółkami w taki sposób, aby te osiągały jak najlepsze wyniki finansowe.

Ten problem sprawdzano już w wielu badaniach, ale z różnym skutkiem. Jedne z pierwszych i najczęściej cytowanych przeprowadzili R. Morck, A. Shleifer i R. Vishny (1988) i zauważyli niemonotoniczne związki pomiędzy własnością menedżerską oraz wynikami spółek mierzonymi wskaź-

nikiem Q Tobina. Ich próba obejmowała 371 spółek z listy Fortune 500, a analizy pokazywały, że wskaźnik Q Tobina rośnie, gdy menedżerowie posiadają poniżej 5% akcji, później maleje pomiędzy 5 i 25%, a następnie powyżej 25% znów rośnie. Tym samym relacje odkryte w tym badaniu można opisać jako zbliżanie interesów właścicieli i menedżerów przy małym udziale tych ostatnich we własności, a także przy ich dużym udziale.

Te wyniki zostały również poparte w niektórych późniejszych badaniach. Na przykład B. Hermalin i M. Weisbach (1991) również potwierdzili istotne statystycznie i niemonotoniczne relacje pomiędzy własnością menedżerską mierzoną udziałem we własności obecnego prezesa zarządu oraz byłych prezesów, którzy pozostali członkami rady dyrektorów, a wynikami spółek mierzonymi wskaźnikiem Q Tobina. Zauważone przez nich relacje były pozytywne przy ich udziale we własności na poziomie od 0% do 1%, negatywne przy udziale we własności mieszczącym się w przedziale od 1% do 5%, znów rosnące w przedziale od 5% do 20%, by później powyżej 20% ponownie mieć charakter negatywny. Tym samym ich wyniki wskazywały, że efekt zbliżenia właścicieli i menedżerów następuje przy małym udziale we własności, natomiast przy większym ma raczej miejsce efekt zakotwiczenia, tj. menedżerowie bez względu na wyniki są w stanie obronić swoje stanowiska w spółkach. Tym samym, choć te badania również pokazywały niemonotoniczną zależność pomiędzy własnością menedżerską z wynikami spółek, to jednak kierunki zależności w różnych przedziałach nie pokrywały się z tymi, które wskazano w badaniach R. Morcka, A. Shleifera i R. W. Vishny'ego (1988).

Później Ch. Himmelberg, R. Hubbard i D. Palia (1999) przeprowadzili podobną do wcześniejszych estymację zależności pomiędzy własnością menedżerską oraz jej determinantami a wynikami spółek. Tym razem własność menedżerska była mierzona udziałem we własności członków rady dyrektorów i innych menedżerów wyższego szczebla. Ich analizy wskazywały, że opisywana tu własność była negatywnie powiązana z wartościami wskaźników kapitał do przychodów ze sprzedaży oraz wydatki na b+r do przychodów ze sprzedaży, ale pozytywnie powiązana ze wskaźnikiem wydatki reklamowe do przychodów ze sprzedaży. Natomiast po zastosowaniu modelu z efektem ustalonym nie zauważyli, by struktura własnościowa miała wpływ na wyniki spółek, ale prowadzenie dalszych analiz i zastosowanie zmiennych instrumentalnych w celu wyeliminowania endogeniczności spowodowały, że te relacje miały charakter kwadratowy. Stwierdzili oni jednak, że dowody na tę zależność są wątpliwe ze względu na słabość zastosowanych zmiennych instrumentalnych.

Także H. Demsetz i B. Villalonga (2001) stwierdzili, że wcześniejsze badania nie odnosiły się właściwie do problemu zróżnicowania struktur

własnościowych, ponieważ nie poruszały odmienności interesów pomiędzy różnymi akcjonariuszami. W ich modelu struktura własnościowa była zmienną endogeniczną i badali oni dwa wymiary tej struktury reprezentujące sprzeczne interesy akcjonariuszy – udział we własności menedżerów i udział we własności pięciu największych akcjonariuszy. Ten zabieg i zastosowanie wielu zmiennych kontrolnych (m.in. wskaźnika rocznych wydatków na reklamę do przychodów ze sprzedaży) nie pozwolił im jednak na potwierdzenie statystycznie istotnych związków pomiędzy strukturami własnościowymi a wynikami spółek.

Podobne badania były również prowadzone w Europie Środkowo-Wschodniej. Jedne z nich przeprowadzili M. Simoneti i A. Gregoric (2004) na próbie 182 spółek słoweńskich, a ich obserwacje obejmowały lata 1995–1999. Dotyczyły one wpływu postępującej konsolidacji własności menedżerskiej na wyniki spółek. Do pomiaru efektywności posłużył wskaźnik zysk przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych kredytów, podatków oraz amortyzacji (EBIDTA) do przychodów ze sprzedaży. Po przeprowadzeniu swoich analiz podkreślili oni, że nie ma żadnych dowodów na pozytywny wpływ wzrostu własności menedżerskiej na wyniki spółek. Pogłębienie tych analiz wskazywało jedynie na pozytywny efekt w spółkach niepublicznych i to tylko wtedy, gdy własność menedżerska przekracza dziesięcioprocentowy próg.

W innych badaniach światowych K. Jelinek i P. Stuerke (2009) zauważyli, że własność menedżerska jest pozytywnie powiązana z wynikami spółek mierzonymi wskaźnikiem ROA i wskaźnikiem wykorzystania majątku. Natomiast negatywnie ze wskaźnikiem kosztów całkowitych. Te relacje nie były jednak prostoliniowe. Autorzy na podstawie analiz stwierdzili jednak, że koszty agencji maleją ze wzrostem własności menedżerskiej.

Również G. Vintila i S. Gheorghina (2012) badali wpływ wielu mechanizmów ładu korporacyjnego, a wśród nich m.in. wpływ: własności menedżerskiej, własności inwestorów instytucjonalnych, liczebności rad i liczby członków niezależnych na wyniki spółek mierzone wskaźnikami Q Tobina, ROA, ROE, wartość rynkowa/wartość księgową i cena akcji do bieżących zysków. Te badania potwierdziły częściowo pozytywne, ale niemonotoniczne związki pomiędzy własnością menedżerską a tym ostatnim wskaźnikiem, czyli ceną akcji do bieżących zysków. W pierwszym przedziale, tj. do 33,58% udziału we własności menedżerów, były one pozytywne, ale powyżej tego udziału już negatywne.

P. Cheng, L. Su i X. Zhu (2012) zbadali spółki notowane na giełdzie w Hongkongu i stwierdzili, że w zależności od wielkości udziału własności menedżerskiej relacje z wynikami cechują efekty „okopania” (ang. *entrenchment*), później zbliżania interesów akcjonariuszy i menedżerów

(ang. *alignment*), a następnie znów „okopania”. Z ich badań wynikało, że własność menedżerska ma pozytywny wpływ na wyniki spółek przy jej udziale mieszczącym się w przedziale od 22,18% do 72,08%. Poza tym przedziałem wpływ był negatywny.

W kolejnych badaniach L. Warrad, S. M. Almahamid, N. Slihat i M. Alnimer (2013) przeprowadzili obserwacje na próbie jordańskich spółek publicznych na temat związków pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek mierzonymi tym razem zarówno za pomocą miar księgowych (ROA i ROE), jak i miar rynkowych (wskaźnik Q Tobina). Ich próba składała się z 49 spółek notowanych na giełdzie w Ammanie pomiędzy 1994 i 2005 r. W ich badaniach własność menedżerska nie miała istotnego statystycznie wpływu na wartości wskaźników ROA i ROE, ale posiadanie dużych bloków akcji przez menedżerów wpływało pozytywnie na wartości wskaźnika Q Tobina. Wskazali oni również, że ich wyniki mogą mieć związek z efektem reputacji i niskimi kosztami agencji w jordańskich spółkach, a nie czynnikami fundamentalnymi, które wpływały na bieżące wyniki. Co więcej, dodali oni również, że te wyniki są zgodne z innymi wynikami badań przeprowadzonych w państwach arabskich (np. Bolbol, Fatheldin i Omran, 2004).

Wreszcie U. von Lilienfeld i S. Ruenzi (2014) przeprowadzili szerokie badania na próbie 129 333 obserwacji i stwierdzili, że prezesi spółek, którzy są również ich właścicielami, dążą do wzrostu wartości tych spółek, nie są skłonni do budowania imperiów i generalnie prowadzą je efektywniej.

Badania relacji pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek, jak można już stwierdzić na podstawie powyższego przeglądu badań, przyniosły niejednoznaczne rezultaty. Z jednej strony, w niektórych z nich stwierdzono, iż relacje te mają charakter niemonotoniczny (np. Morck, Shleifer i Vishny, 1988), ale w innych stwierdzono tylko, że zachodzą pozytywne relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek (np. Jelinek i Stuerke, 2009). Były też takie, choć mniej liczne, które kwestionowały wpływ zależności menedżerskiej na wyniki (np. Himmelberg, Hubbard i Palia, 1999; Loderer i Martin, 1997). Przyczyn tych rozbieżności należy doszukiwać się nie tylko w różnych próbach i różnym czasie prowadzenia obserwacji, na co wskazują S. Kole (1995), a później C. R. Chen, W. Guo i V. Mande (2003), stwierdzając, iż na przykład udział we własności menedżerów w Japonii jest znacznie niższy niż w Stanach Zjednoczonych, gdzie prowadzono większość badań, ale także – do czego również odnosili się ci autorzy – przy odmiennych metodach analizy danych. Początkowo do tych analiz stosowano regresję metodą najmniejszych kwadratów, w tym przy założeniu liniowości w określonych przedziałach (Morck, Shleifer i Vishny, 1988). Z czasem stosowano również analizę danych panelowych i modele

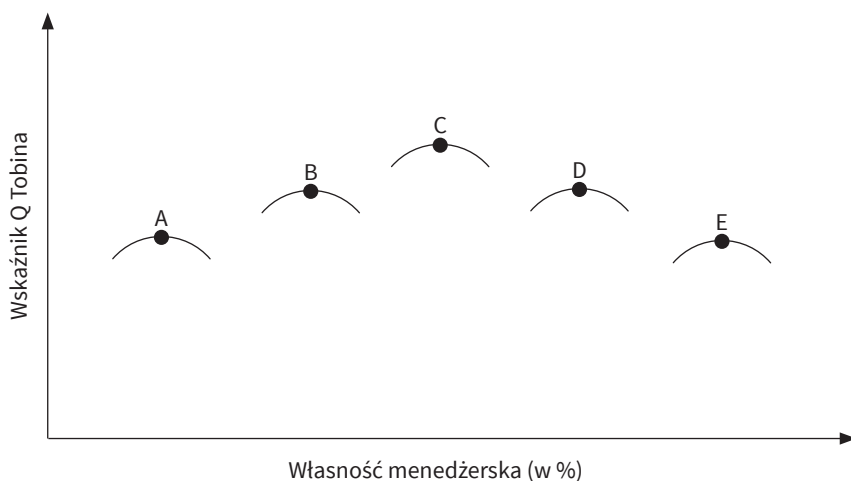
z efektem ustalonym. Takie analizy prowadzili chociażby Ch. Himmelberg, R. Hubbard i D. Palia (1999), którzy stwierdzili, że w dużym stopniu przekrojowe zróżnicowanie we własności menedżerskiej cechuje nieobserwowalną heterogeniczność. Ta nieobserwowalna heterogeniczność, jak kontynuowali autorzy, ma istotny wpływ na wybór metod ekonometrycznych, które powinny być zastosowane do analizy zależności pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek, a poprzednie badania nie kontrolowały odpowiednio endogeniczności. Proponowali oni zastosowanie modelu z efektem ustalonym i wprowadzenie zmiennych instrumentalnych. X. Zhou (2002) odpowiadał jednak, że o ile własność menedżerska jest znacząco zróżnicowana w spółkach, to najczęściej zmienia się powoli w czasie i stąd model z efektem ustalonym może nie wykryć wpływu własności na wyniki.

Na problemy metodyczne w określeniu relacji pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek wskazali również C. Chen, W. Guo i V. Mande (2003). Badali oni spółki japońskie i przy zastosowaniu różnych metod analizy danych uzyskali niejednoznaczne rezultaty. Otóż regresja przeprowadzona zwykłą metodą najmniejszych kwadratów pokazała, że własność menedżerska ma negatywny wpływ na wyniki spółek mierzone wskaźnikiem Q Tobina przy niskim jej poziomie i pozytywne przy wysokim jej poziomie. Jednak gdy przeprowadzili analizę danych panelowych z efektem ustalonym, to znaleźli tylko liniową relację oraz zauważyli efekt zbliżania interesów menedżerów i właścicieli spółek. Uznali oni na tej podstawie, że niemonotoniczna zależność pomiędzy własnością menedżerską i wynikami spółek wydaje się być wątpliwa.

Warto również podkreślić, iż w odmiennych modelach opisujących zależności między własnością menedżerską i wynikami spółek zastosowano różne miary tych ostatnich. Czasami były to miary księgowo, takie jak rentowność aktywów (ROA) lub rentowność kapitału własnego (ROE), innym razem wskaźnik Q Tobina. Przy czym w przypadku tego ostatniego wskaźnika trudno jest jednak ustalić wartość odtworzeniową, stąd najczęściej w badaniach mierzona jest jego przybliżona wartość. Formułę dla obliczania tej przybliżonej wartości podają np. I. Brick i N. Chidambaran (2010) oraz E. Del Brio, E. Maia-Ramires i J. Perote (2006) jako całkowitą wartość rynkową spółki (suma rynkowej wartości kapitału własnego i księgowo wartości zadłużenia) podzieloną przez aktywa razem. Co więcej, zwłaszcza wskaźniki księgowo nie są pozbawione wad, a za taką w szczególności należy uznać duże uzależnienie od sposobu i struktury finansowania działalności spółki. Ich zaletą jest jednak prostota i łatwość obliczania. Trzeba jednak podkreślić, że są one również silnie skorelowane z innymi wskaźnikami,

w których ograniczono wpływ różnych wad, takimi jak choćby wskaźnik rentowności kapitału zaangażowanego (ROCE) lub inne wskaźniki często wykorzystywane w praktyce, jak wskaźnik rentowności działalności operacyjnej (EBIDTA).

Problem trudności w określeniu jasnych relacji pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek opisali także J. McConnell, S. McKeon i W. Xu (2010). Przeanalizowali oni badania H. Demsetza (1983) i przypomnieli jego argument, że różne struktury własnościowe mogą być optymalne dla różnych spółek. Dlatego, jak podkreślili J. McConnell, S. McKeon i W. Xu, dla każdej spółki osobno można w zasadzie wykreślić niemonotoniczny wykres zależności pomiędzy udziałem we własności menedżerów a wynikami spółek, tak jak przedstawia to rysunek 6.



Rysunek 6. Relacje pomiędzy własnością menedżerską i wartością pojedynczej spółki na podstawie badań H. Demsetza

Źródło: J. J. McConnell, S. McKeon, W. Xu (2010, s. 310)

Problem, jak kontynuowali J. McConnell, S. McKeon i W. Xu (2010), zaczyna się, gdy optymalną strukturę pojedynczej spółki próbuje się przełożyć na badania ilościowe i znaleźć wspólną zależność dla większej liczby spółek. Wtedy zależność pomiędzy własnością menedżerską a wartością spółek może wyglądać tak, jak prezentuje to rysunek 7. Oba rysunki dobrze przedstawiają zależność pomiędzy poszukiwaniem relacji w szerszej zbiorowości a optymalną strukturą własnościową pojedynczej spółki.



Rysunek 7. Potencjalne relacje pomiędzy własnością menedżerską i wartością spółek na podstawie badań H. Demsetza

Źródło: J. J. McConnell, S. McKeon, W. Xu (2010, s. 310)

Także w Polsce prowadzono różne badania na temat relacji pomiędzy strukturami własnościowymi a wynikami spółek, również w oparciu o założenia teorii agencji (Aluchna, 2007; Bohdanowicz i Jeżak, 2009; Jeżak, Bohdanowicz i Matyjas, 2009). Część z nich dotyczyła własności menedżerskiej. Przy czym również te badania były prowadzone na różnych próbach i w różnych okresach, a ich wyniki okazały się niejednoznaczne.

M. Aluchna (2007) przeprowadziła badanie na próbie 130 spółek notowanych na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Dane pochodziły z lat 1997–2002. W tym badaniu odkryto niemonotoniczną zależność pomiędzy udziałem we własności największego akcjonariusza a wynikami spółek mierzonymi wskaźnikiem rentowności sprzedaży. Pozytywna zależność pomiędzy nimi miała miejsce, gdy udział we własności największego akcjonariusza mieścił się w przedziale od 25% do 65%, natomiast negatywna, gdy miał on poniżej 25% i powyżej 65% udziałów. Dalsze analizy nie wykazały jednak korelacji pomiędzy udziałem menedżerów we własności a efektywnością przedsiębiorstw.

J. Jeżak, L. Bohdanowicz i Z. Matyjas (2009) przeprowadzili badania na próbie 322 spółek notowanych na GPW w Warszawie na koniec 2007 r. i zauważyli, że menedżerowie, którzy posiadają znaczne udziały w strukturach własnościowych, wyraźnie dążą do wzrostu wartości księgowej aktywów spółek. W tym badaniu zaobserwowano również istot-

ne statystycznie różnice pomiędzy ekstremalnymi wielkościami stopnia koncentracji struktur własnościowych a wartościami wskaźnika ROA. Ta relacja sugeruje – jak podkreślili autorzy – że wysoki poziom koncentracji struktur własnościowych wpływa korzystnie na wyniki spółek, co ma swoje uzasadnienie w głównych założeniach teorii agencji.

W jeszcze innych badaniach L. Bohdanowicz i J. Jeżak (2009) przeprowadzili analizy na podstawie 584 obserwacji spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–2007. Te badania rozszerzały analizy opisane powyżej. Testy, jakie zostały przeprowadzone przez tych autorów, polegały na wskazaniu różnic w średnich wartościach wskaźników rentowności aktywów (ROA), rentowności kapitału własnego (ROE), całkowitej stopy wzrostu dla akcjonariuszy (TSR) i stopy wzrostu aktywów (różnicy pomiędzy sumą bilansową na koniec i na początek roku). Próbę podzielono ze względu na różne wielkości udziału we własności członków zarządu, a następnie przeprowadzono testy różnic rozkładów zmiennych opisujących wyniki za pomocą testu Kruskala-Wallisa lub testu U Manna-Whitneya. Najczęściej odnajdywaną prawidłowością był, podobnie jak w opisanych powyżej analizach na mniejszej próbie, wpływ udziału we własności menedżerów na dążenie do wzrostu wielkości aktywów. Autorzy wskazywali, że takie spółki są narażone na pułapkę wzrostu, co wynika z dążenia menedżerów do niego za wszelką cenę, i równocześnie ryzyka zaniedbania innych opcji strategicznych, jak na przykład możliwości rynkowego lub technologicznego wyróżniania się na tle konkurencji.

Generalnie na podstawie wcześniejszych badań można postawić drugą hipotezę.

Hipoteza 2

Własność menedżerska wpływa na wyniki finansowe polskich spółek publicznych. Związek pomiędzy nimi nie ma jednak charakteru monotonicznego.

3.3. Efektywność kapitału intelektualnego w spółkach z własnością menedżerską

Zdolność każdej spółki do przetrwania, wzrostu, konkurowania i osiągnięcia sukcesu zależy od umiejętności wykorzystania różnych kapitałów. W przeszłości za najważniejsze uznawane były kapitał finansowy i kapitał fizyczny, czyli inaczej aktywa spółki. Kapitał finansowy obejmuje środki finansowe przekazane przez inwestorów, a także zakumulowane

rezerwy finansowe spółki, natomiast składnikami zasobów fizycznych są fabryki, ich wyposażenie, a także inne aktywa fizyczne. Do dziś odgrywają one ważną rolę zwłaszcza w tradycyjnych biznesach, ale nowoczesna spółka w coraz większym stopniu opiera swoją działalność o aktywa niematerialne (Keenan i Aggestem, 2001; Urbanek i Bohdanowicz, 2011). Stąd w ostatnich latach zwrócono większą uwagę na te aktywa i stały się one podstawowym sposobem tłumaczenia różnicy pomiędzy rynkową a księgową wartością spółki. Znalazło to choćby odzwierciedlenie w badaniach B. Leva (2001), który oszacował, że ok. 80% wartości rynkowej spółek nie jest ujmowane w ich sprawozdaniach finansowych, gdyż tworzą ją głównie wartości niematerialne, które są trudne do obiektywnej wyceny. G. Urbanek (2008) przytoczył również inne badania T. Stewarta (1997) i B. Leva (2000). Pierwszy z nich zauważył, że jeszcze w 1982 r. na każde 100 dolarów zainwestowane w akcje firm produkcyjnych przeciętnie 62,3 dolara było wydawane na aktywa niematerialne. Drugi natomiast dodał, iż w 1999 r. aktywa materialne stanowiły średnio tylko 16% wartości rynkowej amerykańskich spółek. Jak kontynuował G. Urbanek, na początku 2005 r. aktywa materialne stanowiły około 40% kapitalizacji spółek notowanych na GPW w Warszawie, natomiast w przypadku spółek informatycznych wskaźnik ten często kształtuje się poniżej 10%.

Rosnące znaczenie aktywów niematerialnych sprawiło, że stały się one również przedmiotem zainteresowania zarządzania strategicznego. Jedno z jego podejść, nazwane szkołą zasobów i umiejętności, założyło, iż przedsiębiorstwo jest właśnie zbiorem różnych zasobów i umiejętności, a przewagę konkurencyjną buduje się poprzez ich skonfigurowanie w kluczowe kompetencje. Zasoby i umiejętności są najcenniejsze, gdy przedsiębiorstwo jest w stanie ochronić się przed ich imitacją (Czakon, 2010; Hamel i Prahalad, 1990; Krupski, 2012; Oblój, 2007). Zgodnie z nurtem szkoły zasobów i umiejętności J. Barney (1991) określił szeroką definicję zasobów i przyznał, że składają się na nie wszystkie aktywa, zdolności, procesy, atrybuty, informacje oraz wiedza. Warunkiem jest, aby były one kontrolowane przez spółkę oraz umożliwiały jej realizowanie strategii.

Wymienione przez J. Barneya (1991) zasoby obejmują zarówno czynniki materialne, jak i niematerialne, które mogą – jak wspomniano – stać się źródłem przewagi konkurencyjnej. K. Oblój (2007) wskazuje, że charakteryzują je cztery cechy, tj. są wartościowe, rzadkie, trudne w imitacji i nie mają substytutów. Dzięki tym cechom tworzą wartość nie tylko dla klienta, ale również dla spółki i w konsekwencji dla jej akcjonariuszy. Kryteria, które przytoczył K. Oblój, najlepiej spełniają aktywa niematerialne i kapitał intelektualny (Urbanek i Bohdanowicz, 2011).

Spośród różnych zasobów i umiejętności szczególnie na znaczeniu w ostatnich latach zyskał właśnie kapitał intelektualny. Niektórzy autorzy

wprost przyznają, że spółki czy nawet całe gospodarki, które są zorientowane na kreowanie i zatrzymywanie kapitału intelektualnego, a także zarządzanie nim, staną się w przyszłości liderami w tworzeniu wartości dla różnych interesariuszy (Edvinsson i Malone, 1997; Bounfour i Edvinsson, 2004; Lin i Edvinsson, 2008; Käpylä, Kujansivu i Lönnqvist, 2012). Nic dziwnego, że pojawiły się liczne badania na temat kapitału intelektualnego, które m.in. podkreśliły, iż:

- różne modele biznesowe poprzez koncentrowanie się na odmiennych aktywnościach prowadzą do tworzenia innych komponentów kapitału intelektualnego (Liang, Chen i Lin, 2013);
- efektywność kapitału intelektualnego jest pozytywnie powiązana ze wzrostem działalności eksportowej spółek (Pucar, 2012);
- posiadanie przez spółkę aktywów opartych na wiedzy jest kluczowe dla innowacyjności spółek (Delgado-Verde, Martín-de Castro i Navas-López, 2011);
- kultura organizacyjna i atmosfera odgrywają ważną rolę w tworzeniu właściwych systemów zarządzania kapitałem intelektualnym (Nazari, Herremans, Isaac, Manassian i Kline, 2011);
- kapitał organizacyjny (strukturalny), będący komponentem kapitału intelektualnego, pozytywnie wpływa na zdolność do tworzenia innowacji przyrostowych, natomiast inny jego komponent, tj. kapitał ludzki w połączeniu z kapitałem społecznym w ten sam sposób wpływają na zdolność do tworzenia innowacji radykalnych, choć sam odseparowany kapitał ludzki wpływa na tę zdolność negatywnie (Subramaniam i Youndt, 2005);
- kapitał ludzki przedsiębiorcy, a także kapitał strukturalny i kapitał relacyjny przedsiębiorstwa są aktywami niematerialnymi, które wpływają pozytywnie na zyskowność nowego przedsięwzięcia biznesowego w początkowej fazie jego rozwoju (Peña, 2002);
- występują pozytywne relacje pomiędzy różnorodnością rad spółek i efektywnością kapitału intelektualnego (Schwartz i Firer, 2003).

To tylko niektóre z wielu badań na temat kapitału intelektualnego. Sam kapitał intelektualny bywa różnie definiowany. T. Stewart (1997) określił go jako „materiał intelektualny” i zaliczył do niego wiedzę, informację, własność intelektualną, doświadczenie, które mogą posłużyć do tworzenia wartości. Na inne aspekty kapitału intelektualnego zwrócił uwagę G. Urbanek (2008), który stwierdził, iż jest to ogólny zasób niematerialnych czynników (aktywów), które są oparte na wiedzy i znajdują się przynajmniej pod częściową kontrolą przedsiębiorstwa, stając się źródłem jego przyszłych korzyści. Składnikami kapitału intelektualnego – jak dodał G. Urbanek – są wszystkie formy wiedzy w przedsiębiorstwie – od abstrakcyjnej i ukrytej, do konkretnej i spisanej, a także efekty

wcześniejszego stosowania wiedzy np. patenty. Natomiast A. Edvinsson i M. Malone (1997) zdefiniowali kapitał intelektualny jako lukę występującą pomiędzy wartością księgową i wartością rynkową. Ten sposób określania kapitału intelektualnego można również spotkać w wielu innych opracowaniach. Tak pojmowali go np. C. Chaminade i H. Roberts (2003), R. Fincham i R. Roslender (2003) czy B. Lev i P. Zarowin (1999).

Najczęściej, o czym już wspomniano, w literaturze można spotkać podział kapitału intelektualnego na kapitał ludzki, strukturalny i relacyjny (Bontis, 1998; Stewart, 2005). Składnikami kapitału ludzkiego są wiedza, umiejętności, doświadczenia i zdolności pracowników. Kapitał strukturalny to zasób wiedzy, który pozostaje w przedsiębiorstwie na koniec dnia roboczego, czyli kiedy pracownicy idą do domu. Tworzą go m.in. procedury, systemy, kultura organizacyjna czy bazy danych. Niektóre z elementów kapitału strukturalnego mogą być chronione prawnie i stać się własnością intelektualną spółki na wyłączność. Kapitał relacji jest określany jako wszystkie zasoby firmy oparte na powiązaniach z różnymi interesariuszami (klientami, dostawcami, partnerami handlowymi itp.). Jako przykłady kapitału relacji można podać chociażby: markę, wizerunek firmy, lojalność klientów, satysfakcję klientów, powiązania z dostawcami, siłę handlową, zdolności negocjacyjne, działania środowiskowe itp.

Wzrost zainteresowania ideą kapitału intelektualnego sprawił również, że powstało wiele metod pomiaru tego kapitału lub pomiaru efektywności jego wykorzystania. Można tu chociażby podać przykłady takich metod, jak: przychody z kapitału wiedzy (ang. *Knowledge Capital Earnings*, KCE), współczynnik intelektualnej wartości dodanej (ang. *Value Added Intellectual Coefficient*, VAIC), skalkulowana wartość niematerialna (ang. *Calculated Intangible Value*, CIF), indeks tworzenia wartości (ang. *Value Creation Index*, VCI), monitor aktywów niematerialnych (ang. *Intangible Assets Monitor*, IAM) czy Nawigator Skandii (ang. *Scandia Navigator*). Dokładne charakterystyki tych i wielu innych metod, a także opis ich wad oraz zalet prezentują np. D. Andriessen (2004) oraz G. Urbanek (2008).

Ze względu na samo definiowanie kapitału intelektualnego i znaczenie tego kapitału dla wartości spółek, najwięcej badań na jego temat dotyczyło powiązania go z wynikami spółek. Takie badania przeprowadzili na przykład S. Firer i S. M. Williams (2003) na próbie 75 spółek notowanych na giełdzie w RPA z sektorów silnie bazujących na kapitale intelektualnym. Dotyczyły one relacji pomiędzy efektywnością kapitału fizycznego, strukturalnego i ludzkiego a zyskownością (mierzoną wskaźnikiem ROA jako relacja zysku netto i księgowej wartości aktywów razem), produktywnością (mierzoną jako dochód całkowity podzielony przez wartość księgową aktywów razem) i wyceną rynkową (mierzoną jako relacja kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej aktywów). S. Firer i S. M. Wil-

liams nie potwierdzili zależności pomiędzy efektywnością kapitału intelektualnego a zyskownością i produktywnością spółek, natomiast wbrew oczekiwaniom ich analizy pokazały negatywne relacje pomiędzy rynkową wyceną spółek a stopą efektywności kapitału ludzkiego, a także pozytywne związki między rynkową wyceną spółek a stopą efektywności kapitału zaangażowanego, czyli fizycznego. Skłoniło to autorów badania do refleksji, że wyceny rynkowe południowoafrykańskich spółek w większym stopniu zależą od aktywów materialnych, natomiast spółki przykładają mniejszą wagę do kapitału strukturalnego, a co więcej rynki kapitałowe negatywnie oceniają te spółki, które inwestują w kapitał ludzki. Ostatnia konkluzja, jak podkreślili G. Urbanek i L. Bohdanowicz (2012), może być postrzegana jako zaprzeczenie idei kapitału intelektualnego, zwłaszcza w świetle tych definicji, które pojmują go jako nadwyżkę wartości rynkowej spółki nad jej wartością księgową.

Wyniki badań S. Firera i S. M. Williama (2003) korespondowały z wynikami badań przeprowadzonych przez N. M. Muhammada i M. K. A. Ismaila (2009) na próbie 18 spółek malezyjskich z sektorów finansowych (bankowego, ubezpieczeniowego i brokerskiego). Również ci autorzy zauważyli, że wartość rynkowa jest kreowana przede wszystkim przez fizyczny i finansowy kapitał zaangażowany, a w mniejszym stopniu przez kapitał ludzki i strukturalny. Ta zależność była zresztą zgodna z wynikami innych wcześniej przeprowadzonych badań w Malezji (Goh, 2005). W badaniach N. Muhammada i M. Ismaila (2009) widoczne były jednak związki pomiędzy efektywnością kapitału intelektualnego a wartościami wskaźnika ROA.

Kolejne badania przeprowadzili D. Zeghal i A. Maaloul (2010) na próbie spółek brytyjskich. Tutaj jednak potwierdzono pozytywny wpływ efektywności kapitału intelektualnego – rozumianego jako suma stopy efektywności kapitału ludzkiego oraz efektywności kapitału strukturalnego, zmierzone tak, jak zaproponował to A. Pulic (2000) dla współczynnika intelektualnej wartości dodanej (VAIC) – na wyniki spółek (wskaźnik zysk operacyjny/sprzedaż oraz rentowność aktywów razem). Inaczej było w przypadku wyników rynkowych (wskaźnik wartość rynkowa/wartość księgową), gdzie pozytywną zależność pomiędzy nimi a efektywnością kapitału intelektualnego zauważono tylko w sektorze wysokich technologii, nie było go natomiast w sektorach tradycyjnych i sektorze usług.

Oceniając wcześniejsze badania, należy podkreślić, że zwłaszcza zależność pomiędzy efektywnością kapitału intelektualnego a rynkową wartością spółek przynosiła niejednoznaczne rezultaty. Z jednej strony były badania, które ją potwierdzały (Chen, Cheng i Hwang, 2005; Shiu, 2006), ale z drugiej strony w innych badaniach takiej zależności potwierdzić się nie udało (Gan i Saleh, 2008; Maditinos, Chatzoudes, Tsairidis i Theriou,

2011). Prawdopodobnie wynika to jednak z braku efektywnych narzędzi służących do pomiaru kapitału intelektualnego, jak i jeszcze słabego raportowania na temat tego kapitału (Andriessen, 2004).

Przeprowadzono również kilka badań, w których poruszono problem relacji pomiędzy strukturami własnościowymi, włączając w to udział we własności menedżerów najwyższego szczebla, a efektywnością kapitału intelektualnego (Bohdanowicz, 2014a; Bohdanowicz i Urbanek, 2013; Celenza i Rossi, 2013; Saleh, Rahman i Hassan, 2009; Zanjirdar i Kabirbalajadeh, 2011). Choć trzeba też podkreślić, iż D. Celenza i F. Rossi (2013) słusznie zauważyli, iż samych badań na ten temat było do tej pory stosunkowo niewiele, a są one na pewno istotnym i perspektywicznym obszarem rozważań.

Chronologicznie pierwsze z wymienionych badań przeprowadzili N. Saleh, M. Rahman i M. Hassan (2009) na próbie 264 spółek notowanych na rynku MESDAQ malezyjskiej giełdy papierów wartościowych i w oparciu o założenia teorii agencji. Zaobserwowali oni kilka negatywnych zależności pomiędzy udziałem we własności różnych inwestorów a wartościami współczynnika intelektualnej wartości dodanej (VAIC), który służył w tym badaniu do pomiaru efektywności kapitału intelektualnego. Po pierwsze, zauważyli oni negatywną zależność pomiędzy udziałem w strukturach własnościowych własności rodzinnej a wartościami współczynnika intelektualnej wartości oraz dwóch jego składowych – wskaźnika efektywności kapitału strukturalnego i wskaźnika efektywności kapitału zaangażowanego. Po drugie, własność państwowa była negatywnie powiązana z wartością kapitału zaangażowanego. Po trzecie, własność zagranicznych inwestorów była negatywnie powiązana z efektywnością kapitału ludzkiego. I wreszcie, po czwarte, zauważyli słabe i negatywne relacje pomiędzy udziałem w strukturach własnościowych menedżerów a wartościami współczynnika VAIC. Ten wynik nie potwierdzał założonej przez nich hipotezy, a co więcej, własność menedżerska nie była powiązana z wartościami poszczególnych wskaźników składających się na współczynnik intelektualnej wartości dodanej, tj. wskaźnika efektywności kapitału ludzkiego, wskaźnika efektywności kapitału strukturalnego oraz wskaźnika efektywności kapitału zaangażowanego. W odniesieniu do relacji pomiędzy udziałem we własności menedżerów a efektywnością kapitału intelektualnego N. Saleh, M. Rahman i M. Hassan stwierdzili, że menedżerom malezyjskich spółek może brakować kompetencji do zarządzania kapitałem intelektualnym, ale aby poprzeć tę tezę – jak zaznaczyli autorzy – ta zależność powinna być przedmiotem dalszych badań.

Jeszcze inne badania przeprowadzili M. Zanjirdar i A. Kabirbalajadeh (2011) na próbie 80 spółek notowanych na giełdzie w Teheranie w latach 2003–2009. Również oni wykorzystali do pomiaru efektywności kapitału

intelektualnego współczynnik intelektualnej wartości dodanej (VAIC). Ich badania wskazywały, że udział w strukturach własnościowych inwestorów instytucjonalnych oraz własności menedżerskiej zmniejsza efektywność kapitału intelektualnego spółek, natomiast zwiększa ją udział własności korporacyjnej.

Kolejne badania na temat relacji pomiędzy strukturami własnościowymi a efektywnością kapitału intelektualnego przeprowadzili D. Celenza i F. Rossi (2013), a dotyczyły one związków pomiędzy koncentracją struktur własnościowych, w tym koncentracją w rękach menedżerów najwyższego szczebla, i efektywnością kapitału intelektualnego mierzoną również współczynnikiem intelektualnej wartości dodanej (VAIC). Na ich próbę składały się 43 spółki włoskie notowane na giełdzie mediolańskiej pomiędzy 2002 i 2011 r. Autorzy ci nie potwierdzili jednak statystycznie istotnych relacji pomiędzy stopniem koncentracji struktur a efektywnością kapitału intelektualnego, a znaleźli tylko pozytywne i statystycznie istotne związki pomiędzy stopniem koncentracji struktur własnościowych a wartością dodaną podzieloną przez sumę aktywów fizycznych i aktywów kapitałowych.

Inne badania przeprowadzili L. Bohdanowicz i G. Urbanek (2013) na próbie 354 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–2011. Próba objęła łącznie 1505 rocznych obserwacji, a badanie dotyczyło relacji pomiędzy udziałem we własności różnych grup inwestorów (własność Skarbu Państwa, własność inwestorów instytucjonalnych, własność zagranicznych inwestorów, własność menedżerska) a efektywnością kapitału intelektualnego mierzoną współczynnikiem VAIC i jego komponentami. W tych badaniach zaobserwowano negatywną zależność pomiędzy udziałem we własności zagranicznych inwestorów a efektywnością kapitału zaangażowanego, a także negatywną zależność pomiędzy własnością menedżerską i wartościami współczynnika VAIC oraz efektywnością kapitału strukturalnego.

Zupełnie inaczej rozpatrywali relacje pomiędzy strukturami własnościowymi a kapitałem intelektualnym Ch.-J. Liang, T.-T. Huang i W.-Ch. Lin (2011). Skoncentrowali się oni na związkach pomiędzy tymi strukturami a wartością spółek na próbie tajwańskich firm i zauważyli, że zależą one głównie od charakteru sektora. W spółkach z sektorów wysokich technologii widoczna jest moderująca rola kapitału intelektualnego w wyjaśnianiu tej relacji. Na tej podstawie stwierdzili m.in., że menedżerowie, aby uniknąć pomyłek w podejmowaniu decyzji prowadzących do wzrostu wartości spółek powinni zwracać baczniejszą uwagę na kapitał intelektualny.

Skoro zgodnie z jedną z definicji kapitału intelektualnego jest on źródłem tworzenia wartości spółki, to powiązanie tej definicji z założeniami teorii agencji daje podstawy do stwierdzenia, iż wzrost własności

menedżerskiej będzie tworzył bodźce do zwiększania jego efektywności. Również przedstawione powyżej rozważania oraz wyniki badań, choć nie były jednoznaczne, pozwalają na postawienie kolejnej hipotezy.

Hipoteza 3

Relacje pomiędzy własnością menedżerską i efektywnością kapitału intelektualnego są pozytywne.

3.4. Związki pomiędzy własnością menedżerską, rotacjami w zarządach i wynikami finansowymi spółek

Powoływanie i odwoływanie członków zarządów jest jednym z podstawowych zadań realizowanych przez rady nadzorcze spółek w ramach ich funkcji kontrolnej. Oczywiście silna pozycja członków zarządu, poparta własnością, może utrudniać odwołanie nieefektywnego zarządu i stąd problem rotacji w zarządach (ang. *board turnover*), a w szczególności rotacji ich prezesów (ang. *CEO turnover*), stał się przedmiotem licznych badań prowadzonych w różnych krajach (Brunello, Graziano i Parigi, 2003; Denis, Denis i Sarin, 1999; Goyal i Park, 2002; Urbanek, 2010).

Badania te dotyczyły przede wszystkim trzech aspektów – wpływu struktur własnościowych, a w szczególności własności menedżerskiej na możliwość odwoływania prezesów spółek, relacji pomiędzy wynikami spółek a rotacjami członków najwyższego kierownictwa oraz efektywności rad spółek i innych mechanizmów ładu korporacyjnego w odwoływaniu ich i powoływaniu następców. Podstawy do badania tych relacji dała głównie teoria agencji, która, przedstawiając sposoby zbliżania interesów właścicieli i menedżerów, musiała czasem uznać niejednoznaczność swych założeń. Ta niejednoznaczność została już podkreślona w kilku miejscach tej pracy. Na przykład za jeden z podstawowych mechanizmów zbliżania tych interesów teoria agencji uznała własność menedżerską, ale równocześnie w odniesieniu do rotacji prezesów zarządów musiała jednak przyznać, że wzrost tej własności może utrudniać odwoływanie nieefektywnych członków organów statutowych (Morck, Shleifer i Vishny, 1988).

W modelach ładu korporacyjnego, gdzie struktury własnościowe są rozproszone (w krajach anglosaskich), zwracano uwagę, że wewnętrzne mechanizmy nadzoru są raczej słabym ogniwem dyscyplinowania mene-

dżerów najwyższego szczebla. Jak wskazywał M. Jensen (1993), głównym tego powodem jest brak niezależności w radzie, który sprawia, że jest tym organom trudno odpowiedzieć na słabe wyniki menedżerów najwyższego szczebla. Jest to szczególnie niełatwe, gdy występuje koncentracja władzy i prezes jest również przewodniczącym rady. Ten problem nie występuje w modelach dwupoziomowych organów statutowych i dodatkowo w systemach ładu korporacyjnego ze skoncentrowanymi strukturami własnościowymi.

Przeгляд badań na temat determinant rotacji członków organów statutowych należy zacząć od przytoczenia wyników uzyskanych przez J. Kanga i A. Shivdasaniego (1995), którzy badali rolę mechanizmów ładu korporacyjnego podczas rotacji menedżerów najwyższego szczebla na próbie 270 japońskich spółek publicznych z sektorów niefinansowych. Ich wyniki potwierdziły, że nierutynowe rotacje są negatywnie powiązane z wynikami spółek kalkulowanymi jako księgowe i rynkowe miary względne w stosunku do innych spółek z tego samego sektora. Przy czym – jak dodali autorzy – w warunkach japońskich wpływ na rotacje mają również relacje z głównym bankiem, działającym w ramach keiretsu, co może świadczyć, iż te związki są ważne jako mechanizm ładu korporacyjnego.

Kolejne badania na temat rotacji na najwyższych stanowiskach kierowniczych w spółkach przeprowadzili D. Denis, D. Denis i A. Sarin (1997). Dotyczyły one wpływu struktur własnościowych na prawdopodobieństwo zaistnienia rotacji. Ich próba badawcza obejmowała 5545 rocznych obserwacji w 1394 amerykańskich spółkach przeprowadzonych w latach 1985–1988. Po przeprowadzeniu analiz empirycznych autorzy stwierdzili, że prawdopodobieństwo rotacji menedżerów najwyższego szczebla jest negatywnie powiązane z posiadaniem przez nich udziałów we własności, a pozytywnie z udziałem we własności zewnętrznych inwestorów. Dodatkowo zauważyli oni, że prawdopodobieństwo zmian wśród członków najwyższego kierownictwa jest znacząco słabiej powiązane ze zmianami cen akcji, gdy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest wysoki.

Jeszcze inne badania przeprowadzili G. Brunello, C. Graziano i B. Parigi (2003), którzy analizowali relacje pomiędzy rotacjami prezesów zarządów a wynikami spółek, koncentracją struktur własnościowych i udziałem we własności prezesów zarządów na próbie 60 spółek notowanych na włoskiej giełdzie papierów wartościowych. Okres, jaki wzięli pod uwagę, był dziewięcioletni (1988–1996). Najważniejszym wnioskiem z ich badań było stwierdzenie, że nawet we włoskim systemie ładu korporacyjnego, który cechuje się dużym udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla, występują negatywne relacje pomiędzy wynikami spółek a rotacjami prezesów zarządów. Przy czym, jak dodali, te związki mają

miejsce tylko wtedy, gdy prezes zarządu nie jest akcjonariuszem kontrolującym spółkę. Na podstawie zgromadzonych danych i przeprowadzonych analiz sugerowali oni ponadto, że w rzeczywistości to menedżerowie najwyższego szczebla, którzy mają znaczące udziały we własności i są dodatkowo wewnętrznymi akcjonariuszami, kontrolują prezesów spółek i odwołują ich w przypadku pogorszenia wyników.

Było też kilka badań, które starały się porównać wpływ zarówno rad spółek (czynników wewnętrznych), jak i rynków produktów oraz rynków kapitałowych funkcjonujących jako rynki kontroli spółek (ich przejęcia oraz bankructwa). R. Morck, A. Shleifer i R. Vishny (1989) zauważyli na przykład, że występują związki pomiędzy rotacjami prezesów spółek spowodowanymi czynnikami wewnętrznymi a wynikami spółek mierzonymi w odniesieniu do spółek z sektora (ang. *industry adjusted performance*). Natomiast w przypadku rotacji związanych z wrogim przejęciem jest powiązanie z wynikami całego sektora (ang. *industry performance*). Interpretowali to w ten sposób, iż rady podejmują decyzje na podstawie samych wyników spółek w odniesieniu do wyników konkurentów, natomiast nie biorą pod uwagę problemów całego sektora. Natomiast rynek kontroli spółek staje się aktywny, gdy problemy ma sektor i istnieje potrzeba restrukturyzacji.

W kolejnych badaniach S. Kaplan i B. Minton (2006, 2012) analizowali relacje pomiędzy rotacjami prezesów a wynikami finansowymi spółek w latach 1992–2005 na próbie dużych amerykańskich spółek z listy Fortune 500 (później rozszerzono próbę do 2007 r.). W swoim badaniu brali oni pod uwagę zarówno rotacje spowodowane przez czynniki wewnętrzne, czyli odwołanie przez radę, jak i zewnętrzne, czyli przez przejęcie lub bankructwo. Po przeprowadzeniu analizy empirycznej stwierdzili, że w przypadku rotacji wymuszonych przez rady występowały związki pomiędzy tymi rotacjami a wynikami finansowymi mierzonymi zarówno w odniesieniu do spółek sektora, wyników sektora w stosunku do wyników całego rynku, jak i wyników całego rynku. Nie było natomiast żadnego z tych związków w przypadku rotacji spowodowanej przez czynniki zewnętrzne. W tym badaniu średnioroczna rotacja była wyższa niż raportowana we wcześniejszych badaniach i wyniosła 15,8%, a średni czas pełnienia funkcji przez prezesa zarządu wyniósł nieco mniej niż 7 lat. Jak dodali autorzy, wpływ na siłę relacji pomiędzy rotacjami prezesów a wynikami finansowymi spółek mają dwa czynniki – niezależność rady spółki i silny akcjonariusz, rozumiany jako inwestor posiadający znaczący blok akcji.

Jeszcze inną analizę przeprowadził H.-I. Ting (2013). Badał on relacje pomiędzy rotacjami prezesów spółek i wartością dla akcjonariuszy, a także zmiennością wyników finansowych spółek (ang. *volatility*, czyli

wariancja cen akcji) na próbie 397 spółek notowanych na giełdzie tajwańskiej w latach 2002–2006, co dało 1985 rocznych obserwacji. Co istotne, odnosił się on w swoim badaniu również do opisanego przez S. Finkelsteina (1992) problemu poziomu władzy (siły) prezesów zarządów i zauważył, że zazwyczaj sukcesor ma jej niższy poziom niż ustępujący prezes, ale inwestorzy – zgodnie z jego wynikami – preferują jednak spółki, w których poziom władzy prezesa jest stabilny, gdyż wariancja cen akcji spadała, gdy ogłaszano rotację na stanowisku prezesa. Było to szczególnie widoczne w firmach, w których sukcesor miał mniejszy poziom władzy. Jak dodał H.-I. Tang, jego wyniki były zgodne z wcześniejszymi wynikami otrzymanymi przez R. Adams, H. Almeida i D. Ferreirę (2005), którzy również zauważyli, że jeśli prezes-sukcesor ma mniejszą władzę, to firma doświadcza mniejszej zmienności cen akcji.

Większość badań na temat rotacji w zarządach, a przede wszystkim rotacji ich prezesów, jak już można zorientować się z przytoczonego przeglądu badań, dotyczyło osiągniętych wyników. S. Puffer i J. Weintrop (1991) spojrzeli na ten problem inaczej i w analizie, która dotyczyła 40 prezesów spółek, zwrócili uwagę na złe oszacowanie prognoz wyników, wychodząc z założenia, że rada spółki, oceniając prezesów, koncentruje się na oczekiwaniach dotyczących wyników finansowych, a zmienną opisującą te oczekiwania były właśnie prognozy. Wskazali oni, że rotacje prezesów spółek pojawiają się, gdy roczny zysk na akcję różni się od oczekiwanego.

Podobne badanie przeprowadzili S. Lee, S. Matsunaga i Ch. Park (2012). Sprawdzali oni, czy zgodność z prognozami dokonywanymi przez menedżerów jest dobrym symptomem oceny umiejętności, jakie posiada prezes zarządu, a dotyczących antycypowania i odpowiedzi na przyszłe zdarzenia spółki. Badając te zjawiska, poddali oni ocenie relacje pomiędzy błędami dokonowanymi przez menedżerów w prognozowaniu a rotacjami prezesów zarządów i zauważyli, że te rotacje są pozytywnie powiązane z wartościami absolutnymi błędów w prognozach, gdy wyniki spółek są słabe. Co więcej, dotyczy to zarówno pozytywnych, jak i negatywnych błędów w prognozach. Ma to szczególne znaczenie, gdy prezesi są słabiej „zakotwiczeni” w spółce (np. mają mniejsze udziały we własności). Autorzy ci uznali, że rady spółek używają prognoz jako mierników pozwalających na ocenę zdolności menedżerów, menedżerowie natomiast ponoszą koszty związane z niewłaściwym prognozowaniem.

Istotny wpływ na poznanie procesów zachodzących w spółkach w związku z rotacjami ich prezesów miały badania M. Weisbacha (1995). Badał on relacje zachodzące pomiędzy tymi rotacjami a dezinvestycjami w ostatnio nabytych dywizjach spółek. Empiryczne analizy pokazały, że w czasie zmian wśród menedżerów najwyższego szczebla zwiększa się prawdopodobieństwo zbycia przejętej jednostki ze stratą. Nie ma przy

tym znaczenia, czy rotacja jest wynikiem rezygnacji czy przejścia na emeryturę. Te wyniki były zgodne z przyjętą perspektywą teorii agencji i wskazywały, że zmiany w kierownictwie są niezwykle ważnym zdarzeniem dla spółek, gdyż prowadzą do naprawienia skutków wcześniej podjętych złych decyzji.

W jeszcze innych badaniach J. Franks, C. Mayer i L. Renneboog (2001) odnieśli się do źródeł dyscyplinowania menedżerów najwyższego szczebla w brytyjskich spółkach. Na wstępie wyodrębnili pięć grup, które są potencjalnymi źródłami dyscyplinowania: posiadaczy znaczących pakietów akcji, nabywców nowych bloków akcji biorących udział w procesie przejęć i przejmujących spółki, dyrektorów nie-wykonawczych oraz inwestorów w okresach trudności finansowych. Później porównali ich rolę w dyscyplinowaniu i stwierdzili, że większość z nich, w tym posiadacze znaczących pakietów akcji, odgrywa niewielką rolę w procesie dyscyplinowania, a jeszcze inni, jak na przykład wewnętrzni posiadacze pakietów akcji (w tym przede wszystkim menedżerowie najwyższego szczebla), a także organy statutowe zdominowane przez dyrektorów nie-wykonawczych, tak faktycznie utrudniają rotacje. Natomiast nabywcy spółek wymieniają wielu z menedżerów najwyższego szczebla przejętych spółek, ale nie kierują się ich nieskutecznym zarządzaniem, ale raczej innymi czynnikami.

W kontekście powyższych badań istotne są wyniki uzyskane przez K. Lehna i M. Zhao (2006). Otóż na podstawie analizy danych na temat 714 przejętych amerykańskich spółek stwierdzili oni, że 47% prezesów tych spółek zostało wymienionych w ciągu 5 lat od przejścia, przy czym w 27% przypadków było to inspirowane przez rady, 16% przez przejście, a 4% przez bankructwo. Co więcej, stwierdzili oni również, że występuje odwrotna relacja pomiędzy zwrotem uzyskanym w wyniku przejścia a prawdopodobieństwem rotacji na stanowisku prezesa.

Natomiast T. Campbell, M. Gallmeyer, S. Johnson, J. Rutheford i B. Stanley (2011) zajęli się związkami pomiędzy optymizmem w inwestowaniu prezesów a wymuszoną rotacją. Pokazali oni, że optymizm może prowadzić mającego awersję do ryzyka prezesa do wyboru pierwszej spośród grupy najlepszych inwestycji, która maksymalizuje wartość dla akcjonariuszy. Wysoki (niski) optymizm prowadzi do przeinwestowania (niedoinwestowania), co w efekcie zwiększa prawdopodobieństwo podjęcia przez radę decyzji o zmianie prezesa. Stwierdzili oni zatem, że nadmiernie optymistycznie lub zbyt mało optymistycznie nastawieni prezesi są bardziej narażeni na rotacje niż prezesi umiarkowani pod tym względem.

Badania na temat rotacji prezesów spółek prowadzone były również w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, choć dość rzadkie, ale były

wśród nich badania na temat wpływu na rotację własności menedżerskiej. Na przykład, R. Frydman, M. Hessel i A. Rapaczynski (2001) stwierdzili, że istnieje negatywny związek pomiędzy rotacjami na stanowiskach menedżerskich a wzrostem przychodów w spółkach czeskich, węgierskich i polskich. Także L. Knežević Cvelbar (2007) przeprowadziła badania na próbie 211 spółek słoweńskich. Swoje dane zebrała za pomocą kwestionariusza ankiety. W jej próbie 81% spółek stanowiły spółki akcyjne. Ta autorka również zauważyła negatywną relację pomiędzy rotacją na stanowisku prezesa a wartościami wskaźnika ROA. Nie poruszono w tych badaniach jednak bezpośrednio relacji pomiędzy samą własnością menedżerską a rotacją. Badano raczej rolę rad nadzorczych, wskazując, że menedżerowie i pracownicy wciąż byli znaczącymi właścicielami słoweńskich spółek, dodatkowo przy małym stopniu koncentracji własności, co miało wpływ na wyniki badań. A pokazały one, że rady nadzorcze nie są efektywnymi narzędziami kontroli menedżerów najwyższego szczebla, natomiast sama koncentracja własności nie jest skutecznym narzędziem dyscyplinowania tych menedżerów, którzy osiągają słabe wyniki. Również T. Eriksson (2005) analizował rotacje menedżerów w spółkach czeskich pomiędzy 1998 i 2000 r. Jego wyniki pokazały, że te rotacje są negatywnie i istotnie statystycznie powiązane z wynikami spółek mierzonymi jako zysk brutto w poprzednim roku. Co więcej, rotacje były negatywnie powiązane ze zmianami w zysku, ale tylko pomiędzy 1998 i 1999 r.

W Polsce badania na temat rotacji prezesów zarządów przeprowadził P. Urbanek (2010). Jego próba badawcza obejmowała 350 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2006–2009. Zauważył on, że zmiany prezesów są zjawiskiem dość częstym i doszło do nich w 49,1% spółek z badanej próby. Tym samym autor badania wyciągnął ogólny wniosek, że pozycja zajmowana przez osoby zarządzające spółkami nie jest stabilna. Średni staż na stanowisku prezesa wyniósł nieco ponad 5 lat, przy czym – jak dodał P. Urbanek – okres ten byłby dłuższy, gdyby wziąć pod uwagę poprzednie formy prawne obecnych spółek kapitałowych. Sytuacja ta dotyczyła szczególnie spółek, które były wciąż prowadzone przez ich właścicieli-założycieli. Z czynników, które badał P. Urbanek, największy wpływ na rotacje prezesów miały struktury własnościowe i wyniki ekonomiczne spółek. Największe zmiany zachodziły w spółkach kontrolowanych przez Skarb Państwa i inwestorów indywidualnych, natomiast najmniejsze w kontrolowanych przez własność menedżerską. Wśród wyników ekonomicznych największy wpływ miały miary księgowe (zmiany przychodów ze sprzedaży i zysku netto), a wpływu takiego nie miały miary rynkowe, co autor tłumaczył występowaniem w Polsce zamkniętego systemu ładu korporacyjnego.

Przeprowadzony przegląd badań pozwala na postawienie kolejnych dwóch hipotez.

Hipoteza 4

Udział we własności menedżerów najwyższego szczebla wpływa negatywnie na rotacje na stanowiskach prezesów zarządów spółek.

Hipoteza 5

Wielkość udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla ma wpływ na relacje pomiędzy wynikami spółek a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów.

ROZDZIAŁ IV

WŁAŚCICIELE-MENEDŻEROWIE A RADY NADZORCZE I ZARZĄDY SPÓŁEK

4.1. Aktywność rad nadzorczych w spółkach z własnością menedżerską

Badania na temat aktywności organów statutowych były najczęściej prowadzone w oparciu o założenia teorii agencji i dotyczyły sprawowania funkcji kontrolnej lub udziału tego organu w kreowaniu strategii spółki. Sama aktywność rad spółek może być różnie rozumiana. W niektórych opracowaniach pojmowano ją jako zakres realizowanych przez te organy zadań i ich zaangażowanie w proces podejmowania kluczowych decyzji w spółce (Jonnergård i Stafsudd, 2011), ale często też jako miarę tej aktywności przyjmowano liczbę ich posiedzeń (Brick i Chidambaran, 2010; Jensen, 1993; Vafeas, 1999). Należy podkreślić, że oba ujęcia aktywności są ze sobą silnie skorelowane i większa liczba realizowanych zadań oraz silniejsze zaangażowanie rad w procesie podejmowania najważniejszych decyzji w spółkach wiążą się najczęściej z większą liczbą posiedzeń tych organów statutowych.

Wiele z wcześniejszych badań odnosiło się do wpływu aktywności organów statutowych na wyniki spółek (Lipton i Lorsch, 1992; Vafeas, 1999). Na przykład T. Sahu i A. Manna (2013) znaleźli pozytywną zależność między aktywnością rad a wynikami spółek, opierając swoje badania na próbie 52 spółek notowanych na giełdzie w Bombaju pomiędzy 2006 i 2011 r. W niektórych rozważaniach podkreślono również substytucyjny charakter aktywności rad lub komitetów do spraw audytu oraz innych mechanizmów ładu korporacyjnego (Greco, 2010). W tym miejscu warto podkreślić, że podstawowe, a wywodzące się z teorii agencji, założenie teoretyczne na temat aktywności organów statutowych spółek głosi, iż bardziej aktywne rady lepiej wykonują swoją funkcję kontrolną (Conger, Finegold i Laler, 1998), co w efekcie może motywować menedżerów

do lepszej pracy i wpływać pozytywnie na wyniki spółek (Ntim i Osei, 2011). Trzeba jednak dodać, że ta relacja nie jest jednoznaczna i w innych badaniach stwierdzono odwrotny kierunek opisanej tu zależności. Przy czym równocześnie dodano, iż dopiero spadek wartości spółki sprawia, że rośnie aktywność rad (Vafeas, 1999). Nie ma jednak wątpliwości, że sama aktywność organów statutowych stwarza szanse na efektywne wykonywanie przez nie zadań. Spędzając czas na posiedzeniach, członkowie rady mogą przecież dyskutować, określać założenia strategiczne i oceniać menedżerów, a dzięki posiedzeniom mają również większą wiedzę o spółce, co stawia ich w lepszej pozycji, gdy trzeba przedyskutować krytyczne problemy (Mangana i Tauringana, 2012). Mając na uwadze znaczenie posiedzeń i kontaktów między członkami organów statutowych, J. Sonnenfeld (2012) uznał, że obecność na posiedzeniach rady jest cechą jej sumiennego członka, a M. Lipton J. i Lorsch (1992) dodali, iż częste posiedzenia przeplatane z nieformalnymi kontaktami mogą przyczyniać się do tworzenia spójnych powiązań pomiędzy członkami rady.

W literaturze możemy jednak odnaleźć szereg rozważań, które patrzą na problem aktywności organów statutowych w odmienny sposób. N. Vafeas (1999) stwierdził, że ograniczony przecież czas członków rad sprawia, że posiedzenia nie zawsze są wykorzystywane na nieskrępowaną wymianę poglądów. Często zamiast tej wymiany, jak również zauważyli M. Lipton J. i Lorsch (1992), dominują na nich rutynowe zadania, takie jak prezentacja i przegląd raportów czy inne formalności, które absorbują czas podczas ich trwania i zostaje go zbyt mało na kontrolowanie menedżerów oraz udział w procesie zarządzania strategicznego. Taka organizacja posiedzeń sprawia, że rady spółek stają się pasywne i kontrolowane przez menedżerów. Można nawet powiedzieć, że w sposób, na jaki wskazuje teoria hegemonii menedżerskiej.

Jeszcze inaczej na problem słabej aktywności rad spojrzął M. Jensen (1993). Stwierdził on, że, co prawda, rady w dobrze funkcjonujących spółkach są czasem mniej aktywne, ale za to rady spółek, które znajdują się w sytuacji kryzysowej lub kiedy interesy akcjonariuszy są zagrożone, spotykają się częściej (np. gdy występuje zagrożenie wrogim przejęciem lub prezes spółki jest zwalniany i dokonywany jest wybór nowego prezesa). C. Ntim i K. Osei (2011) sugerowali, że z tego powodu związki pomiędzy aktywnością rad i wynikami spółek mogą być nieliniowe i narażone na endogeniczność. Generalnie te badania wskazywały, że pasywność rad może wynikać z dobrej kondycji spółek, kiedy to organy te tylko monitorują menedżerów, a uaktywniają się dopiero, gdy ta kondycja się pogarsza.

Wcześniejsze badania na temat aktywności rad odnosiły się nie tylko do nich samych, ale również do aktywności ich komitetów do spraw audytu. Większość z nich, podobnie jak wiele innych badań na temat ładu

korporacyjnego, prowadzona była w modelu jednopoziomowym organów statutowych. Na przykład K. Menon i J. Williams (1994) w odniesieniu do komitetów do spraw audytu stwierdzili, iż wątpliwe jest, aby te komitety, które nie spotykają się lub spotykają się rzadko były efektywnymi organami monitorującymi. F. Zona, A. Zattoni i A. Minichilli (2013) dodali już na temat całych rad spółek, że te rady, które spotykają się epizodycznie, również rzadko zagłębiają się w decyzje strategiczne, włączając w to decyzje dotyczące strategii innowacji.

Jedne z najczęściej cytowanych badań na temat aktywności rad przeprowadził N. Vafeas (1999) w 307 dużych spółkach z listy Forbesa. Stwierdził on, że liczba ich posiedzeń jest w sposób negatywny powiązana z wartością spółek. Autor jednak zauważył, że to raczej spadek cen akcji powoduje wzrost aktywności organów statutowych, a nie odwrotnie. Co więcej, N. Vafeas zaznaczył, że wyniki operacyjne spółek wpływają na liczbę posiedzeń w kolejnym roku i szczególnie ma to miejsce w spółkach, które osiągały słabe wyniki. To, zdaniem autora, wskazuje, że aktywność rad jest istotnym czynnikiem ich efektywności. Jego wnioski na temat aktywności rad były zgodne, na przykład, ze stwierdzeniem M. Jensena (1993), który podkreślił, iż rady są raczej reaktywne niż proaktywne. Dodatkowo z badań N. Vafeasa wynikało, iż negatywnie na liczbę posiedzeń rad wpływa własność menedżerska. Podobne wnioski na temat relacji pomiędzy tą własnością a aktywnością rad wyciągnął zresztą G. Greco (2010), który przeprowadził analizy w 179 niefinansowych włoskich spółkach publicznych i zauważył, że własność menedżerska negatywnie wpływa na liczbę posiedzeń rad spółek i ich komitetów audytu. Co więcej, stwierdził on, że rady są bardziej aktywne w dużych spółkach i występuje pozytywna relacja pomiędzy udziałem niezależnych członków rad i aktywnością tych organów. Również C. Mendez i R. Garcia (2007) przeprowadzili badania w spółkach hiszpańskich oraz stwierdzili negatywną relację pomiędzy własnością menedżerską i aktywnością komitetów do spraw audytu, choć jak dodali, ta zależność nie miała charakteru liniowego. W tych badaniach potwierdzono również niską aktywność komitetów do spraw audytu w mocno zadłużonych spółkach i w przypadku, gdy struktury własnościowe są mocno skoncentrowane. Co więcej, podkreślono, że komitety do spraw audytu w dużych spółkach są bardziej aktywne niż te same komitety w małych spółkach.

W każdym razie dotychczasowe badania potwierdziły, iż aktywność organów statutowych spółek wpływa na ich efektywność, jest powiązana z wartością spółek, chroni przed zaniedbaniami w sprawozdaniach finansowych (Carcello, Hermanson, Neal i Riley, 2002), sprzyja transparentności wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla (Laksamana, 2008) czy też wzrasta, gdy spółka bierze udział w procesie fuzji

i przejść (Brick i Chidambaran, 2010; Vafeas, 1999). A przeprowadzony przegląd badań pozwolił na postawienie kolejnej hipotezy na temat własności menedżerskiej w polskich spółkach publicznych, tym razem w odniesieniu do aktywności rad nadzorczych.

Hipoteza 6

Własność menedżerska wpływa negatywnie na aktywność rad nadzorczych.

4.2. Wpływ własności menedżerskiej na liczebność i strukturę organów statutowych spółek

Światowe badania empiryczne na temat struktur organów statutowych spółek dotyczyły przede wszystkim liczebności rad (Hillier i McColgan, 2006), ich różnorodności (Campbell i Minguez-Vera, 2008) oraz udziału członków nie-wykonawczych lub niezależnych (Kang, Cheng i Gray, 2007). Były one głównie prowadzone w krajach, w których funkcjonuje model jednopoziomowy organów statutowych i stąd obejmowały tylko rady dyrektorów. Badania na temat własności menedżerskiej w modelu dwupoziomowym mogą dotyczyć zarówno jej wpływu na rady nadzorcze, jak i zarządy, a analizy prowadzone osobno dla obu organów pozwalają na lepsze zrozumienie zachowania właścicieli-menedżerów.

W wielu różnych badaniach na temat liczebności rad starano się określić optymalną liczbę ich członków, tak aby te organy mogły efektywnie wykonywać swoje funkcje. Wskazywali na to choćby M. Lipton i J. Lorsch (1992) czy M. Jensen (1993). Ci pierwsi określili, że rady spółek w modelu jednopoziomowym powinny liczyć co najwyżej od 8 do 9 członków, ten ostatni, że 7–8 członków. M. Jensen (1993) określił wprost, że liczniejsze rady są mniej efektywne i gorzej sprawują swoją funkcję kontrolną. Tak wąskie określenie optymalnej liczebności organów statutowych było narażone na krytykę i jedno z opracowań przygotowane przez J. Colesa, N. Daniela i L. Naveen (2008) wskazywało, że liczebność jest uzależniona od wielkości spółki i na przykład duże amerykańskie korporacje, ze względu na złożoność problemów, którymi muszą się zajmować członkowie ich rad, mają liczniejsze organy statutowe niż wskazali M. Lipton i J. Lorsch (1992) lub M. Jensen (1993). Natomiast M. Conyon i S. Peck (1998), a później S. Beiner, W. Drobetz, F. Schmid i H. Zimmermann

(2004) podkreślili, że jednoznaczne określenie optymalnej liczebności organów statutowych nie jest uprawnione, gdyż ta liczebność jest również uzależniona od państwa, a więc także warunków instytucjonalnych, w jakich takie badania są prowadzone. Tym samym trudno jest wskazywać liczebność, która będzie miała równocześnie charakter uniwersalny i optymalny we wszystkich państwach i dla wszystkich spółek bez względu na ich wielkość, strukturę własnościową, sektor czy stopień zadłużenia. Natomiast warto podkreślić, iż sam problem liczebności nie jest tylko i wyłącznie problemem technicznym, ale jest zakorzeniony w teorii podejmowania decyzji. Mając to na uwadze, A. Cadbury (2002) stwierdził, że liczebność organów statutowych powinna być taka, aby zapewniała szczerą dyskusję i pozwalała na uwzględnienie opinii wszystkich ich członków.

Badania, które starały się określić optymalną liczbę członków organów statutowych odwoływały się do poruszonego m.in. przez M. Olsona (1965) grupowego podejmowania decyzji (Bohdanowicz, 2009). Jego zdaniem członkowie zbyt licznych grup słabiej się znają i nie działają na nich bodźce społeczne. Sprawia to, iż nie są oni w stanie poświęcić się osiągnięciu założonych celów. Co więcej, takie grupy podlegają problemowi „jeżdźca na gapę” czy, jak określił to V. Anesi (2009), pokusie nadużyć. Otóż część ich członków ma mniejszy wpływ na efekty pracy grupowej lub celowo nie anagazuje się w nią, a mimo to „jeźdźcy na gapę” w takim samym stopniu, jak inni członkowie grupy, korzystają z efektów pracy całego zespołu. Problem „jeżdźca na gapę” rośnie wraz ze wzrostem liczebności grupy. Na podstawie tego problemu podkreślono, iż zbyt liczne organy statutowe spółek są podatne na problemy komunikacji, koordynacji i wyboru optymalnej decyzji (Eisenberg, Sundgren i Wells, 1998).

W związku z tym, że niektórzy autorzy uznali, iż trudno jednoznacznie określić optymalną liczbę członków rad dla wszystkich spółek, dość liczne były badania na temat czynników determinujących liczebność organów statutowych. M. Tonello (2010) stwierdził, że większość rad liczy od 9 do 12 członków i jest małe zróżnicowanie tej liczebności pomiędzy sektorami. Jednocześnie liczebność wzrasta, gdy rosną przychody spółek. Szerokiego przeglądu badań na temat czynników determinujących liczebności organów statutowych spółek dokonali A. L. Boone, L. Casares Field, J. M. Karpoff i Ch. G. Raheja (2007) oraz D. Hillier i P. McColgan (2006), a przedstawione zostały również przez L. Bohdanowicza (2010a). Wszystkie czynniki determinujące liczebność organów statutowych można podzielić na te wynikające z charakterystyk spółek (ang. *firm-specific characteristics*) i te wynikające ze struktur własnościowych (ang. *owner specific characteristics*). Do pierwszych należy zaliczyć: wielkość spółki i zakres jej operacji, wiek, jej otoczenie i generowane przez nią przepływy

pieniężne. Do drugich – te czynniki, które są związane z menedżerami najwyższego szczebla, jak i zewnętrznymi właścicielami, np. długość kadencji prezesa zarządu, występowanie własności instytucjonalnej czy własności menedżerskiej.

I faktycznie, w wielu badaniach zauważono pozytywny wpływ na liczebność organów statutowych kolejno: wielkości spółki (Baker i Gompers, 2003; Linck, Netter i Yang, 2008), jej wieku (Denis i Sarin, 1999; Linck, Netter i Yang, 2008), stopnia zadłużenia (Denis i Sarin, 1999; Lasfer, 2006) oraz stopnia zdywersyfikowania działalności (Coles, Daniel i Naveen, 2008; Linck, Netter i Yang, 2008). Natomiast negatywny wpływ na liczebność tych organów miały: wyniki mierzone wskaźnikiem Q Tobina lub ROA (Lasfer, 2006; Linck, Netter i Yang, 2008), wydatki na badania i rozwój (Boone, Casares Field, Karpoff i Raheja, 2007), wolne przepływy pieniężne (Coles, Daniel i Naveen, 2008) oraz siła wpływu prezesa spółki (Lasfer, 2006; Linck, Netter i Yang, 2008).

Dużą rolę, również w kształtowaniu zasad dobrych praktyk ładu korporacyjnego i wskazówek dla spółek na temat optymalnej liczebności organów statutowych, odegrały badania na temat relacji pomiędzy nią a wynikami finansowymi spółek. Jedne z pierwszych, a równocześnie do dziś najczęściej cytowanych, przeprowadził D. Yermack (1996), który na podstawie odwrotnej relacji pomiędzy liczebnością rad a wartościami wskaźnika Q Tobina stwierdził, że mniejsze rady są bardziej efektywne. Późniejsze badania potwierdziły te wyniki. Na przykład M. Bennedsen, H. Kongsted i K. Nielsen (2008) również znaleźli taką relację, choć dotyczyła ona tylko dużych spółek. H. Nguyen i R. Faff (2006/2007) zauważyli, że wartość spółek spada, gdy wzrasta liczebność organów statutowych, tym samym – jak podkreślili – mniejsze rady lepiej reprezentują interesy właścicieli. Także P. Jaskiewicz i S. Klein (2007) zauważyli, prowadząc badania na podstawie założeń teorii agencji oraz teorii służebności na próbie 548 rodzinnych i niepublicznych spółek niemieckich, że zbliżenie interesów akcjonariuszy i menedżerów wiąże się ze znaczącą redukcją liczebności organów statutowych. Trzeba jednak stwierdzić, że problem relacji pomiędzy liczebnością organów statutowych i wynikami spółek może być obarczony endogenicznością. Wskazali na to choćby C. Loderer i U. Peyer (2002), którzy stwierdzili, że opisane powyżej negatywne relacje mogą wynikać nie z faktu, iż liczniejszym organom statutowym trudniej kierować spółkami, ale że jedną z cech spółek, które nie mają właściwego ładu korporacyjnego i przez to są mniej efektywne, są zbyt liczne organy statutowe. Z drugiej jednak strony, jak stwierdził S. Cheng (2008), decyzje podejmowane przez liczniejsze organy statutowe wymagają większej liczby konsensusów, a przez to są bardziej wyważone i mniej ekstremalne, co znajduje

swoje odzwierciedlenie w wynikach finansowych. Jego badania przeprowadzone na próbie 1252 amerykańskich spółek w latach 1996–2004 wskazywały, że istnieje odwrotna zależność pomiędzy liczebnością rad spółek a zmiennością miesięcznych stóp zwrotu z akcji, rocznych zmian wartości wskaźnika ROA i wskaźnika Q Tobina, a także m.in. niezgodnością prognoz analityków i wydatków b+r.

Badania na temat wpływu liczebności organów statutowych na wyniki finansowe spółek, a także relacji pomiędzy strukturami własnościowymi a liczebnością tych organów w polskich spółkach można także odnaleźć w pracach L. Bohdanowicza (2009, 2010a, 2010b). Były one prowadzone na próbie od 1022 do 1024 (w zależności od występowania braków danych) polskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005–2008, a w próbie uwzględniono tylko spółki z sektorów niefinansowych.

Pierwsze z tych badań miało charakter głównie opisowy i polegało na przedstawieniu liczebności organów statutowych polskich spółek publicznych. Wynikało z niego, że większość spółek giełdowych ma rady nadzorcze, które składają się z pięciu członków i zarządy, które mają od dwóch do czterech członków. Średnia liczebność rad nadzorczych w tym badaniu wyniosła 5,8, natomiast zarządu 3,22 (średnie arytmetyczne). Mediany wyniosły odpowiednio 5 i 3 członków (Bohdanowicz, 2009).

Inne badanie L. Bohdanowicza (2010a) dotyczyło relacji pomiędzy liczebnością organów statutowych i wynikami finansowymi spółek. Pokazało ono, że łączna liczba członków tych organów wpływa w sposób istotny statystycznie i pozytywnie na wzrost wartości majątku akcjonariuszy oraz na wartości wskaźnika Q Tobina. Bardziej szczegółowe wyniki otrzymano, gdy rozdzielono organy statutowe i jako osobne zmienne potraktowano liczebność rad nadzorczych oraz liczebność zarządów. Po przeprowadzeniu tych analiz stwierdzono, że liczba członków zarządów w sposób istotny statystycznie i pozytywnie wpływa na rentowność kapitału własnego oraz całkowitą wartość dla akcjonariuszy, a także wskaźnik Q Tobina. Natomiast liczebność rad nadzorczych negatywnie wpływa na rentowność kapitału własnego oraz rentowność aktywów. Podsumowując wyniki, autor badania stwierdził, że w otoczeniu, w jakim przychodzi konkurować polskim spółkom, wzrost liczebności zarządów powoduje, iż większa liczba wypracowanych rozwiązań prowadzi do podjęcia optymalnych decyzji, co znajduje odzwierciedlenie w wynikach spółek. Co więcej, relatywnie niewielka liczebność zarządów, co wynika ze specyfiki modelu dwupoziomowego, nie powoduje negatywnych efektów działań zespołowych, jakie opisał np. M. Olson (1965). Inaczej sytuacja wygląda – jak kontynuował autor – w przypadku rad nadzorczych. Negatywna relacja pomiędzy wynikami spółek a liczebnością tych rad może wskazywać

na problemy związane z grupowym podejmowaniem decyzji, a nawet „problemem jeźdźca na gapę”. Z drugiej jednak strony trzeba pamiętać, że te organy mają przede wszystkim pośredni wpływ na wyniki, a ich głównym celem jest realizacja funkcji kontrolnej, włączając w to powołanie członków zarządu i ustalenie systemu motywacyjnego menedżerów najwyższego szczebla.

Trzecie badanie L. Bohdanowicza (2010b) dotyczyło czynników determinujących liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych. W tym badaniu określono, że udział we własności członków zarządu wpływa pozytywnie na liczebność tych organów statutowych, ale negatywnie na liczebność rad nadzorczych. Te zależności, zdaniem autora, świadczyły o wpływie hegemonii menedżerskiej oraz dążeniu właścicieli-menedżerów do ograniczenia roli rad nadzorczych i wzrostu roli zarządów w spółkach ze znacznym udziałem własności menedżerskiej. Może to oddziaływać na możliwość sprawowania przez organy nadzoru spółek ich funkcji kontrolnej, która i tak jest trudna w takich spółkach do wypełnienia.

Na podstawie powyższych badań, a także rozważań teoretycznych i badań przeprowadzonych w modelu jednopoziomowym, można postawić kolejne hipotezy, tym razem na temat liczebności rad nadzorczych i zarządów. Będą one prowadzone na aktualniejszej i nieco liczniejszej próbie niż badania przeprowadzone wcześniej w Polsce.

Hipoteza 7

Własność menedżerska wpływa negatywnie na liczebność rad nadzorczych.

Hipoteza 8

Własność menedżerska wpływa pozytywnie na liczebność zarządów spółek.

W ostatnich latach jeszcze częściej niż problemem liczebności organów statutowych zajmowano się problemem ich różnorodności. N. van der Walt i C. Inglej (2003) stwierdzili, że organy statutowe łączą w sobie mieszankę kompetencji i zdolności, które wspólnie stanowią pewien zakres kapitału społecznego spółek i zwrócili uwagę na zmiany, jakie zaszły w podejściu do ich kompozycji na początku XXI w. Przypomnieli oni, że J. Westphal i L. Milton (2000) jeszcze kilka lat wcześniej odnotowali, iż te organy tradycyjnie były postrzegane jako jednorodne grupy elit społecznych, których członkowie mieli podobne podstawy społeczno-ekonomiczne, w większości kończyli te same uczelnie wyższe i przechodzili podobną profesjonalną edukację, a w efekcie mieli podobne po-

dejsie do strategii oraz polityki spółek. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że w ten właśnie sposób postrzegała organy statutowe teoria hegemonii klas (Tricker, 2009).

Z czasem jednak, jak podkreślili N. van der Walt i C. Ingley, organy statutowe powinny odzwierciedlać różnorodność perspektyw, której wymaga prowadzenie dzisiejszego biznesu. Stąd w ich skład zaczęto włączać członków o różnym wykształceniu, doświadczeniu i różnych cechach osobowych, a sama różnorodność stała się przedmiotem szerokiej dyskusji społecznej i naukowej. Jednak jej przeciwnicy wciąż twierdzą, iż koszty związane z różnorodnością, a wynikające z potrzeby koordynacji, komunikacji i łagodzenia konfliktów, przewyższają korzyści, jakie przynosi wzrost różnorodności (Putnam, 2007). Na przykład J. Goodstein, K. Gautam i W. Boeker (1994) uznali, że różnorodność utrudnia przeprowadzenie zmian strategicznych, gdyż prowadzi do konfliktów pomiędzy różnymi frakcjami wewnątrz organu statutowego, co utrudnia podjęcie ważnych, strategicznych decyzji w odpowiednim czasie. Szczególnie może to być uciążliwe w turbulentnym otoczeniu, gdzie występuje potrzeba podjęcia szybkich działań.

Różnorodność przybiera różne formy. F. Milliken i L. Martins (1996) oraz H. Kang, M. Cheng i S. Gray (2007) wskazali, że są dwie jej kategorie – zauważalna i trudna do zauważenia. Atrybuty związane z pierwszą kategorią, jak sama nazwa wskazuje, są łatwe do opisanie i należą do nich na przykład: rasa/czynniki etniczne, narodowość, płeć i wiek. Mniej widoczne czynniki to: wykształcenie, wiedza oraz doświadczenie funkcjonalne i zawodowe czy członkostwo w organizacjach społecznych i biznesowych.

Punktem wyjścia badań nad różnorodnością organów statutowych były ogólne rozważania na temat różnorodności grup ludzkich. Badania na ten temat prowadzono przez szereg lat i stwierdzono w nich, że grupy jednorodne zachowują się inaczej niż grupy różnorodne (Earley i Mosakowski, 2000; Lau i Murnighan, 1998). W rozważaniach na temat różnorodności podkreślano, że wpływa ona na proces podejmowania decyzji oraz na dynamikę zachowania tych grup. Członkowie grup jednorodnych komunikują się częściej i łatwiej osiągają porozumienie. Takie grupy są bardziej ukierunkowane na kooperację i mniej narażone na konflikty, a podjęcie decyzji zajmuje im mniej czasu. Z drugiej jednak strony są bardziej narażone na problemy związane z grupowym myśleniem (Esser, 1998; Watson, Kumar i Michaelson, 1993). Proces grupowego myślenia to nic innego, jak poczucie nieomyślności, jednomyślności, nadmiernego optymizmu, a także lekceważenia opinii osób spoza grupy. Prowadzi on do ignorowania opinii niezgodnych z poglądami grupy i samocenzurowania członków grupy. W efekcie nie chcą oni wyrażać poglądów, które

mogłyby prowadzić do krytyki ze strony innych, gdyż mogłoby to spowodować ich alienację wewnątrz grupy (Bohdanowicz, 2010a). Grupy różnorodne podejmują za to decyzje dłużej, ale są zdolne do generowania większej liczby opinii i rozwiązań. W tym kontekście warto też przypomnieć badania, także te eksperymentalne, na temat grupowego podejmowania decyzji, które przeprowadzono już w latach sześćdziesiątych poprzedniego wieku. N. Kogan i M. Wallach (1966), a także S. Moscovici i M. Zavalloni (1969) stwierdzili, iż grupowy konsensus, czyli ostateczny wybór podjęty przez grupę, jest uśrednionym kompromisem indywidualnych postaw. Mając to na uwadze, można stwierdzić, że różnorodność grupy prowadzi do diametralnej zmiany ostatecznej decyzji w stosunku do decyzji podejmowanej przez grupę jednorodną.

Kompletną listę korzyści i kosztów wynikających z różnorodności przedstawia D. Ferreira (2010). Do potencjalnych korzyści zaliczył:

- Kreatywność i różne perspektywy. Ludzi o różnych doświadczeniach oraz o różnym pochodzeniu i cechach rozwiązują podobne problemy w różny sposób oraz nie są podatni na wpadnięcie w pułapkę grupowego myślenia. Z tego powodu wiele opracowań, jak podkreślił D. Ferreira, pokazuje, że różnorodne grupy cechuje szersza perspektywa i możliwość generowania większej liczby potencjalnych rozwiązań. Różnorodni członkowie grupy mogą dzięki temu wносить wkład w kreatywność grupy poprzez zdobywanie z różnych źródeł informacji potrzebnych do rozwiązania problemu.
- Dostęp do zasobów i powiązania. Poprzez wybór członków organów statutowych o różnych charakterystykach spółka może uzyskiwać dostęp do większej liczby różnych zasobów, np. członkowie wywodzący się z instytucji finansowych mogą przyczynić się do pozyskania nowych źródeł finansowania działalności, a członkowie o powiązaniach politycznych mogą przyczynić się do pozyskania kontraktów rządowych. D. Ferreira zaznaczył, że wymieniony tu powód nie wyjaśnia wszystkich źródeł różnorodności organów statutowych np. różnorodności pod względem wieku lub płci. Można się z tym zgodzić, ale też trzeba pamiętać, że teoria zasobowa wskazała na poprawę reputacji jako możliwe zasoby wnoszone przez członków organów statutowych (Hillman, Cannella i Paetzold, 2000). Również literatura na temat różnorodności potwierdziła, że jej zwiększenie pod względem płci i powołanie kobiet do organów statutowych przyczynia się do poprawy reputacji spółek (Brammer, Millington i Pavelin, 2009). Podobne wyniki uzyskali T. Miller i M. Triana (2009) w odniesieniu do różnorodności pod względem rasowym (ang. *board racial diversity*).

- Zachęty dla karier w spółce poprzez mentoring i wysyłanie sygnałów. Różnorodność organów statutowych może być sygnałem dla pracowników niższych szczebli, że spółka promuje pracowników, którzy mają status mniejszości demograficznych i w spółce nie ma przeszkód dla ich zawodowego rozwoju. Ponieważ mentoring jest ważny dla rozwoju zawodowego, to różnorodność organów statutowych może także przynosić korzyści dla rozwoju menedżerów najwyższego szczebla, którzy również wywodzą się z tych mniejszości. Chociaż – jak dodaje D. Ferreira – samo zaangażowanie w relacje mentorskie członków rad nie jest tak oczywiste. Ponieważ awanse na najwyższych szczeblach spółek są również omawiane przez organy statutowe, ich różnorodność ma także znaczenie dla polityki przeciwstawiania się dyskryminowaniu menedżerów wywodzących się z mniejszości demograficznych.
- Public relations, relacje inwestorskie i legitymizowanie. Niektóre spółki mogą osiągać korzyści związane ze spełnianiem społecznych oczekiwań interesariuszy. Na przykład spółki z branż B2B mogą dążyć do kultywowania wizerunku firm odpowiedzialnych społecznie. Spółki, w których znaczące udziały posiadają inwestorzy instytucjonalni, mogą także ulec presji zewnętrznej i kłaść większy nacisk na różnorodność. Te spółki mogą zwracać większą uwagę na czynniki demograficzne wewnątrz organów statutowych, włączając w to różnorodność pod względem płci i pod względem etnicznym, gdyż właśnie ona może prowadzić do legitymizowania spółki w oczach społeczeństwa, mediów i organów rządowych.

D. Ferreira (2010) podał także, jak zaznaczono wyżej, potencjalne koszty (wady) różnorodności organów statutowych. Zaliczył do nich:

- Konflikty, a także problemy z kooperacją i niewłaściwą komunikacją. Literatura z zakresu psychologii społecznej – jak wskazuje D. Ferreira – dostarcza dowodów na istnienie związków pomiędzy podobieństwami demograficznymi i wzajemnymi relacjami zachodzącymi pomiędzy członkami grup. Przykładem są tutaj badania na temat psychologii procesów przebiegających w grupach, które zostały przeprowadzone przez A. Zandera (1979). Istotne czynniki demograficzne mogą podzielić grupę na podgrupy oparte o jeden lub więcej wspólnych atrybutów. Różnice demograficzne mogą prowadzić do problemów z komunikacją pomiędzy podgrupami, powodować konflikty oraz zmniejszać spójność grup i ich interepersonalne oddziaływanie. D. Ferreira wskazuje na szczególną trudność relacji pomiędzy menedżerami najwyższego szczebla a członkami rad, gdy występują pomiędzy nimi różnice demograficzne. Ci pierwsi mogą te różnice postrzegać jako potencjalne źródło odmiennych wartości

i poglądów. Ta rozbieżność jest w stanie w istotny sposób wpływać na efektywność funkcjonowania organów statutowych spółek i zachodzące pomiędzy nimi interakcje.

- Wybór członków organów statutowych z małym doświadczeniem, niedostatecznymi kwalifikacjami oraz takich, którzy są nadmiernie obciążeni. Pośrednim kosztem wyboru członków organów statutowych spośród mniejszości demograficznych jest wzrost prawdopodobieństwa pomijania przy tym wyborze wielu istotnych cech kandydatów. Przykładem jest tutaj dążenie do zwiększenia różnorodności pod względem płci. Ponieważ liczba kobiet zajmujących wyższe stanowiska kierownicze i nadzorcze w spółkach jest nadal niezbyt wysoka, choć – jak na przykład wskazują E. Holst i A. Kirsch (2015) – powoli wzrasta, to próba zwiększenia różnorodności pod tym względem może prowadzić do powoływania do organów statutowych osób zbyt młodych i z niewystarczającym doświadczeniem. Co więcej, ponieważ liczba kandydatów do organów statutowych wywodzących się z różnych mniejszości demograficznych jest zbyt mała, to mogą oni zasiadać w znacznie większej liczbie rad niż zasiadają przeciętni ich członkowie. Zbyt zajęci członkowie organów statutowych – jak podkreśla D. Ferreira – są najczęściej mniej efektywni.
- Konflikt interesu i wpływ na ustalanie priorytetów. Wielu członków organów statutowych okaże się być zainteresowanych wpływem na ustalanie priorytetów nawet kosztem efektów funkcjonowania spółek. Dużym problemem może okazać się na przykład sytuacja, w której zewnętrzny członek organów statutowych (członek rady nadzorczej) będzie reprezentował interesy zewnętrznego podmiotu np. instytucji finansowej i dążył do preferowania jego usług. Bardziej różnorodne organy statutowe mogą podlegać większemu ryzyku wynikającemu z osobistych i zawodowych nacisków. Przyczyną tych nacisków nie jest różnorodność sama w sobie, ale niedostateczne uwzględnienie interesów akcjonariuszy. Nadmierny nacisk na niektóre cechy (np. na niektóre kwalifikacje funkcjonalne) jako kryterium wyboru członków organów statutowych może prowadzić do nieprzewidzianych wcześniej konsekwencji i powołanie tych osób, które będą lojalne nie wobec spółki, ale wobec innego podmiotu.

Mimo silnych oczekiwań społecznych i licznych opracowań naukowych zwiększanie różnorodności organów statutowych przebiega dość wolno. Warto też podkreślić, że kluczowe pytanie, jakie od samego początku rozważań nad tym problemem stawiano, dotyczyło wpływu różnorodności na wzrost wartości dla akcjonariuszy, a także tego, czy w rzeczywistości różnorodność ma jakikolwiek pozytywny wpływ

na funkcjonowanie spółek (van der Walt i Ingley, 2003; Smith, 2001). Generalnie badania nad różnorodnością organów statutowych są dość liczne, a w ostatnich latach zostały jeszcze mocno pogłębione. Na przykład, R. Adams i D. Ferreira (2009) odkryli pozytywne relacje pomiędzy różnorodnością pod względem płci i ogólną efektywnością funkcjonowania rad spółek. Podobnie C. Anderson, D. Reeb, A. Upadhyay i W. Zhao (2011) stwierdzili, iż różnorodność rad pozwala na dodanie nowych perspektyw i punktów widzenia, co prowadzi do korzyści dla akcjonariuszy wynikających z lepszej realizacji funkcji kontrolnej i skuteczniejszego doradzania. Takie same argumenty przytoczyli S. Nielsen i M. Huse (2010), którzy stwierdzili, iż różnorodne organy statutowe są bardziej efektywne i zapewniają lepszą kontrolę strategiczną nad spółką. Natomiast wcześniej R. Reagans i E. Zuckerman (2001) potwierdzili, iż różnorodność pod względem etnicznym i demograficznym niweluje problem „jeźdźca na gapę” oraz poprawia współpracę pomiędzy członkami organu statutowego spółki. Z drugiej jednak strony duża liczba autorów wskazywała jednak na problemy z komunikacją i możliwość wystąpienia wewnętrznych konfliktów w różnorodnych organach statutowych (Arrow, 1998; Putman, 2007). K. Farrell i P. Hersch (2005) podkreślili nawet, że spółki adaptują koncepcję różnorodności poprzez powoływanie członków organów statutowych spośród etnicznych mniejszości oraz kobiet tylko po to, żeby poprawić swój wizerunek i reputację, a także żeby zmniejszyć naciski ze strony interesariuszy.

Na różnorodność organów statutowych wpływają rozwiązania prawne oraz czynniki kulturowe (Grosvold, Brammer i Rayton, 2007). Dlatego rady w poszczególnych państwach mają niejednakowy stopień różnorodności. Zestawienia porównawcze dotyczące tego problemu odnosiły się przede wszystkim do różnorodności pod względem płci. Jedno z nich, przygotowane przez D. Ferreirę i T. Kirchmaiera (2013), a dotyczące spółek europejskich i amerykańskich, znajduje się w tabeli 8. Prezentuje ono udział kobiet w organach statutowych spółek. Z zestawienia wynika, że ten udział jest największy w Słowenii, choć na jego wynik rzutuje wielkość próby badawczej (tylko jedna spółka) i należy do niego podchodzić ostrożnie, a także w trzech krajach skandynawskich, tj. Norwegii, Islandii, Finlandii. Jak pokazało to badanie w większości państw europejskich, a także w Stanach Zjednoczonych ten udział w 2010 r. był bliski 10% lub wynosił mniej niż 10%.

Co prawda, powyższe zestawienie dotyczy tylko jednego roku i dobór prób spółek dla poszczególnych państw był podyktowany przede wszystkim dostępnością danych, to przedstawione wyniki nie odbiegają zasadniczo od wyników innych podobnych badań. Na przykład od badania chronologicznie wcześniejszego, bo dotyczącego 2006 r., a przeprowadzonego

Tabela 8. Różnorodność rad spółek pod względem płci w Europie i Stanach Zjednoczonych (2010) – udział kobiet w radach w badaniach D. Ferreira i T. Kirchmaier

Kraj	Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
Austria	0,05	0,06	0,00	0,22	41
Belgia	0,10	0,12	0,00	0,500	65
Bułgaria	0,00		0,00	0,00	1
Chorwacja	0,14	0,09	0,07	0,20	2
Cypr	0,12	0,11	0,00	0,29	9
Czechy	0,05	0,05	0,00	0,09	3
Dania	0,11	0,08	0,00	0,30	34
Finlandia	0,26	0,12	0,00	0,43	31
Francja	0,12	0,11	0,00	0,75	247
Grecja	0,08	0,12	0,00	0,43	52
Hiszpania	0,10	0,08	0,00	0,27	71
Holandia	0,08	0,10	0,00	0,38	90
Irlandia	0,07	0,09	0,00	0,36	73
Islandia	0,29	0,12	0,20	0,43	3
Lichtenstein	0,05	0,06	0,00	0,09	2
Luksemburg	0,05	0,11	0,00	0,38	21
Niemcy	0,06	0,08	0,00	0,38	183
Norwegia	0,38	0,010	0,00	0,63	63
Polska	0,08	0,06	0,00	0,17	21
Portugalia	0,05	0,08	0,00	0,27	28
Rumunia	0,09		0,09	0,09	1
Rosja	0,07	0,09	0,00	0,33	23
Słowenia	0,43		0,43	0,43	1
Stany Zjednoczone	0,09	0,10	0,00	0,67	3799
Szwajcaria	0,07	0,08	0,00	0,29	101
Turcja	0,11	0,14	0,00	0,38	10
Węgry	0,02	0,03	0,00	0,05	2
Wielka Brytania	0,06	0,10	0,00	0,60	1326
Włochy	0,06	0,08	0,00	0,40	97

Źródło: D. Ferreira, T. Kirchmaier (2013), [w:] M. Belcredi, G. Ferrarini (red.), s. 191–224

przez J. Grosvolda i S. Brammera (2011). Jego wyniki są przedstawione w tabeli 9. W tym badaniu także wskazano na wysoki poziom różnorodności mierzonej udziałem kobiet w radach spółek w państwach skandynawskich – Norwegii, Finlandii i Szwecji oraz w wielu państwach Europy Środkowo-Wschodniej – Bułgarii, Łotwie, Słowenii, Litwie i Estonii.

Tabela 9. Różnorodność rad spółek pod względem płci na świecie (2006) – udział kobiet w radach w badaniach J. Grosvolda i S. Brammera

Państwo	%
Argentyna	6,52
Australia	10,90
Austria	6,00
Belgia	5,78
Brazylia	8,73
Bułgaria	21,00
Chile	1,01
Chiny	12,50
Cypr	7,00
Czechy	8,00
Dania	12,71
Egipt	1,00
Estonia	15,00
Finlandia	19,00
Francja	6,98
Grecja	6,31
Hiszpania	4,38
Holandia	4,88
Hong Kong	5,88
Indie	3,86
Irlandia	4,04
Islandia	6,00
Izrael	13,36
Japonia	0,00
Kanada	8,70
Lichtenstein	8,33

Państwo	%
Litwa	17,00
Luksemburg	1,00
Łotwa	21,00
Malezja	4,00
Malta	4,00
Meksyk	3,35
Niemcy	6,46
Norwegia	32,00
Nowa Zelandia	7,13
Polska	10,00
Portugalia	7,00
Republika Południowej Afryki	11,50
Rosja	3,13
Rumunia	13,00
Singapur	0,00
Słowacja	10,00
Słowenia	21,00
Stany Zjednoczone	14,60
Szwajcaria	6,37
Szwecja	17,37
Turcja	7,00
Ukraina	16,67
Węgry	14,00
Wielka Brytania	8,10
Włochy	2,63

Źródło: J. Grosvold, S. Brammer (2011, s. 116–135)

Liczne były także badania relacji pomiędzy różnorodnością organów statutowych a wynikami spółek, choć jak wiele badań na temat ładu korporacyjnego przyniosły one niejednoznaczne rezultaty. Stąd nie jest też jasne, czy większa różnorodność organów statutowych prowadzi do lepszych wyników finansowych spółek czy też nie ma na te wyniki wpływu lub też wpływa negatywnie. Pierwszą grupę stanowią badania, w których stwierdzono relacje pozytywne. Tak było w przypadku badań przeprowadzonych przez D. Cartera, B. Simkins i W. Simpсона (2003), którzy badali wpływ różnorodności na wartość amerykańskich spółek z listy Fortune 1000. Różnorodność była mierzona na podstawie udziału kobiet i mniejszości etnicznych w radach spółek. Zaobserwowane relacje, jak wcześniej stwierdzono, były pozytywne. Także N. Erhardt, J. Werbel i C. Shrader (2003) badali relacje pomiędzy różnorodnością pod względem demograficznym rad spółek i ich wynikami finansowymi mierzonymi jako stopa zwrotu z aktywów. Dane przez nich analizowane pochodziły z lat 1993–1998 i dotyczyły 127 spółek amerykańskich. Przeprowadzone przez autorów analizy korelacji i regresji wskazywały na pozytywne związki pomiędzy różnorodnością organów statutowych a tak mierzonymi wynikami spółek. Podobnie T. Miller i M. Triana (2009) znaleźli pozytywne związki pomiędzy różnorodnością rad i wynikami finansowymi amerykańskich spółek. Twierdzili oni, że wpływ na taką zależność mają lepsza reputacja i większa innowacyjność różnorodnych spółek. Również takie same wyniki odnotowano w trakcie niektórych badań prowadzonych poza Stanami Zjednoczonymi. K. Campbell i A. Minguez-Vera (2008) znaleźli pozytywne związki pomiędzy różnorodnością pod względem płci rad hiszpańskich spółek a ich wynikami finansowymi. Podobnie zresztą jak V. Singh, S. Vinnicombe i P. Johnson (2001) w spółkach brytyjskich oraz Y. Liu, Z. Wei i F. Xie (2014) w spółkach chińskich.

Z drugiej jednak strony, jak wspomniano, były inne badania, w których nie znaleziono pozytywnych związków pomiędzy różnorodnością organów statutowych a wynikami spółek. R. Adams i D. Ferreira (2009), którzy, w wielu innych badaniach koncentrując swoją uwagę na obecności kobiet w radach amerykańskich spółek, zauważyli, że, co prawda, ta obecność ma pozytywny wpływ na funkcjonowanie rad (np. różnorodne rady mocniej koncentrują się na monitorowaniu menedżerów), ale sama różnorodność organów statutowych ma negatywny wpływ na wyniki spółek. D. Carter, F. D'Souza, B. Simkins i W. Simpson (2010) nie znaleźli natomiast wpływu (ani negatywnego, ani pozytywnego) różnorodności pod względem płci i pod względem etnicznym na wyniki amerykańskich spółek mierzone wskaźnikami Q Tobina i ROA, a co więcej na funkcjonowanie komitetów rad. Jak stwierdzili, te wyniki nie dają podstaw do wspierania zwiększania różnorodności organów statutowych. T. Ran-

døy, S. Thomsen i L. Oxelheim (2006) przeprowadzili badania na temat różnorodności rad pod względem płci, wieku i narodowości na wyniki finansowe 500 największych spółek z Danii, Norwegii i Szwecji. Nie znaleźli jednak istotnych statystycznie związków pomiędzy nią a wynikami mierzonymi zarówno miarami księgowymi, jak i rynkowymi. Podobnie C. Rose (2007) nie stwierdził relacji pomiędzy różnorodnością organów statutowych pod względem płci i wynikami duńskich spółek mierzonymi wskaźnikiem Q Tobina. Okres jego badania obejmował lata 1998–2001. Także M. Ryan i A. Haslam (2005) odnieśli się do różnorodności rad pod względem płci, badając spółki z indeksu FTSE 100 i zwrócili uwagę na relacje pomiędzy wynikami finansowymi a powołaniem do organów statutowych nowego członka, który jest kobietą lub mężczyzną. Zauważyli oni m.in., że powołanie kobiety do rady w okresie, gdy spółka jest gorzej oceniana przez rynek, pogłębia tę negatywną ocenę. Natomiast N. Welalage i S. Locke (2013), badając spółki ze Sri Lanki, zauważyli, że różnorodność rad prowadzi do wyższych kosztów agencji mierzonych za pomocą możliwości wzrostu, co objawia się jej negatywnym wpływem na wartość spółek. I wreszcie B. Oyvind i O. Strom (2010) zauważyli, że spółki, w których różnorodność organów statutowych jest na niskim poziomie, kreują więcej wartości dla swoich akcjonariuszy.

Brak jednoznacznych rezultatów badań na temat związków pomiędzy różnorodnością organów statutowych a wynikami finansowymi spółek potwierdza, iż różnorodność przynosi zarówno korzyści, jak i koszty. Stąd na przykład Ch. Mallin i H. Farag (2015) stwierdzili, iż można oczekiwać, że różnorodność wpłynie na lepsze wyniki, jeśli korzyści z nią związane, prowadzące w efekcie do skuteczniejszego sprawowania przez organy statutowe swoich funkcji będą wyższe niż koszty komunikacji i konfliktów wewnątrz tych organów.

Problem różnorodności organów statutowych odnoszono również do działalności społecznej spółek. J. Siciliano (1996) uznał, że wyższy poziom różnorodności pod względem zawodowym i pod względem płci może pozytywnie wpływać na społeczną odpowiedzialność spółek. J. Wang i B. Coffey (1992) zauważyli, że zarówno udział we własności menedżerów najwyższego szczebla, jak i stopień różnorodności organów statutowych wpływają pozytywnie na zaangażowanie spółek w działalność filantropijną. Także R. Williams (2003) badał relacje pomiędzy udziałem kobiet w radach i zaangażowaniem w działalność charytatywną na przykładzie 185 spółek z listy Fortune 500 (w latach 1991–1994) i zaobserwował, że wyższy ich udział skutkuje większym zaangażowaniem w pomoc społeczną i działalność filantropijną w zakresie wspomagania sztuki, choć nie było takiej relacji w zakresie wspomagania edukacji i polityki publicznej.

Na świecie były także prowadzone, choć mniej licznie, badania relacji pomiędzy różnorodnością organów statutowych a strukturami własnościowymi spółek. Wiele z nich dotyczyło przede wszystkim udziału kobiet w tych organach. M. Nekhili i H. Gatfaoui (2013) badali tę zależność w spółkach francuskich wchodzących w skład indeksu SBF 120 (indeks 120 spółek o najwyższej kapitalizacji i płynności) w latach 2000–2004. Ze swej próby wykluczyli spółki z sektorów finansowych i łącznie znalazło się w niej 425 rocznych obserwacji w 85 spółkach. Zauważyli oni, że powołanie kobiet do rad, które prowadzi do zwiększenia ich różnorodności, jest silnie oraz pozytywnie powiązane z własnością rodzinną. Natomiast J. Oehmichen, M. Rapp i M. Wolff (2012) badali wpływ struktur własnościowych niemieckich spółek na obecność kobiet w zarządach spółek. W skład ich próby weszło 5455 rocznych obserwacji spółek z indeksu CDAX przeprowadzonych dla lat 2000–2007. Zauważyli oni, że pozytywny wpływ na powołanie kobiet do zarządów niemieckich spółek mają własność finansowych inwestorów instytucjonalnych i własność indywidualnych inwestorów. Ci inwestorzy przyczyniali się do zwiększenia różnorodności tych organów statutowych.

W Polsce pojawiło się kilka opracowań na temat różnorodności organów statutowych. Wiele z nich dotyczyło zwłaszcza rozważań odnoszących się do zwiększenia różnorodności poprzez wprowadzenie parytetów na temat udziału kobiet i mężczyzn w organach statutowych (Radwan, 2010; Romanowski, 2013). To rozwiązanie jest wprowadzane w wielu krajach europejskich, np. w Norwegii, Hiszpanii i Francji. W polskich opracowaniach oceniane dotychczas było jednak negatywnie. Problem różnorodności był również przedmiotem seminariów Fundacji Polski Instytut Dyrektorów, a do jej wzrostu zachęcają także Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, choć tylko jednego jej wymiaru, tzn. różnorodności pod względem płci. Znalazło się w nich zalecenie, że „GPW rekomenduje spółkom publicznym i ich akcjonariuszom, by zapewniały one zrównoważony udział kobiet i mężczyzn w wykonywaniu funkcji zarządu i nadzoru w przedsiębiorstwach, wzmacniając w ten sposób kreatywność i innowacyjność w prowadzonej przez spółki działalności gospodarczej”. Natomiast w *Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW 2016* stwierdzono, że „osoby podejmujące decyzję w sprawie wyboru członków zarządu lub rady nadzorczej spółki powinny dążyć do zapewnienia wszechstronności i różnorodności tych organów, między innymi pod względem płci, kierunku wykształcenia, wieku i doświadczenia zawodowego”.

Także dotychczasowe polskie badania na temat różnorodności dotyczyły przede wszystkim różnorodności pod względem płci i udziału kobiet w organach statutowych (Bohdanowicz, 2011a). Takie badanie dotyczące

relacji pomiędzy różnorodnością organów statutowych pod względem płci a wynikami finansowymi spółek przeprowadził np. L. Bohdanowicz (2011c). Nie znaleziono w nich relacji pomiędzy różnorodnością zarządu a wynikami spółek, a jedynie pomiędzy różnorodnością rad nadzorczych i wartościami wskaźników ROA (pozytywna, $p < 0,1$) i ROE (pozytywna, $p < 0,05$), choć trzeba podkreślić, że sama zależność pomiędzy funkcjonowaniem i kompozycją rad nadzorczych oraz wynikami spółek może być obciążona endogenicznością. Ten sam autor w innych badaniach – przeprowadzonych 1524 obserwacji w 389 spółkach notowanych na GPW w Warszawie – potwierdził, że udział we własności członków zarządu wpływa pozytywnie na liczbę kobiet w radach nadzorczych, natomiast własność inwestorów instytucjonalnych wpływa na nią negatywnie (Bohdanowicz, 2011b).

Przedstawione rozważania teoretyczne oraz wyniki badań na temat wpływu struktur własnościowych na obecność kobiet w organach statutowych pozwalają na postawienie hipotez odnoszących się do relacji pomiędzy własnością menedżerską a różnorodnością pod względem płci rad nadzorczych i zarządów polskich spółek publicznych.

Hipoteza 9

Własność menedżerska wpływa pozytywnie na różnorodność zarządów pod względem płci.

Hipoteza 10

Własność menedżerska wpływa pozytywnie na różnorodność rad nadzorczych pod względem płci.

Kodeksy dobrych praktyk ładu korporacyjnego, które rozwinęły się w zasadzie na całym świecie, nie tylko poruszyły problem różnorodności, ale doprowadziły również do rozpowszechnienia idei niezależności w organach statutowych spółek (Kołodkiewicz, 2015). Choć H. Kang, M. Cheng i S. Gray (2007) wskazują, że sama idea nie jest nowa i wskazywano na nią już w latach siedemdziesiątych poprzedniego wieku, to w modelu jednopoziomowym dotyczyła ona głównie większego udziału członków zewnętrznych. W modelu dwupoziomowym jest to permanentna cecha rad nadzorczych i stąd np. A. Cadbury (2002) niezależność rady nadzorczej od zarządu wskazał jako jedną z zalet tego modelu.

Wzrost nacisków na niezależność organów statutowych poprzez spełnianie przez niektórych członków wcześniej określonych kryteriów nasilił się po powstaniu w Wielkiej Brytanii raportu komisji pod przewodnictwem A. Cadburego zatytułowanego *The Financial Aspects of Corporate Governance*. Ukazał się on w 1992 r. i rekomendował większy

udział niezależnych, zewnętrznych członków rad, a ponadto wprowadzenie komitetów do spraw audytu składających się z minimum trzech zewnętrznych członków z większością członków niezależnych, a także wprowadzenie komitetu do spraw nominacji składającego się z członków niezależnych (The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992). Później w różny sposób rozwijały instytucję niezależnego członka rady i rekomendowały kolejne zadania oraz wskazywały na sposoby zwiększania niezależności kolejne brytyjskie raporty i kodeksy dobrych praktyk ładu korporacyjnego (Greenbury Report z 1995 r., Hampel Report z 1998 r., UK Combined Code z 1998 r., Turnbulla Report z 1999 r. poprawiony w 2005 r., The Higgs Report z 2003 r., The Smith Report z 2003 r., Tyson Report z 2003 r., Revised UK Combined Code z 2003 r., Myners Report z 2004 r., Revised UK Combined Code z 2006 r., Revised UK Combined Code z 2008 r., 2009 Review of of the Combined Code, A Stewardship Code for Institutional Investors z 2010 r., The UK Corporate Governance Code z 2010 r., The UK Stewardship Code z 2010 r. poprawiony w 2012 r. oraz poprawiony w 2012 i 2014 r. The UK Corporate Governance Code). Wiele z rozwiązań brytyjskich było w różnym stopniu kopiowanych w innych krajach.

W Stanach Zjednoczonych zarówno giełda nowojorska (NYSE), jak i NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) mają podobne standardy dotyczące niezależności rad spółek i wymagają, aby większość w radach spółek stanowili członkowie niezależni.

Również w Polsce idea niezależności w radach nadzorczych pojawiła się w kodeksach dobrych praktyk. W Kodeksie Corporate Governance dla polskich spółek publicznych, tzw. kodeksie gdańskim, był zapis, że „w skład rady nadzorczej powinno wchodzić co najmniej dwóch członków spełniających kryteria niezależności. Jeżeli nie stanowią oni co najmniej połowy składu rady nadzorczej, uchwały w sprawach szczególnie istotnych z punktu widzenia interesów akcjonariuszy mniejszościowych powinny wymagać głosowania za ich przyjęciem przez dwóch członków niezależnych. Szczegółowe kryteria niezależności powinien określać statut spółki. Co do zasady, niezależni członkowie rady nadzorczej powinni być wolni od powiązań ze spółką lub jej dominującym akcjonariuszem. Kryteria niezależności powinny być spełniane w całym okresie sprawowania mandatu. Powołanie i odwołanie niezależnych członków rady nadzorczej powinno odbywać się bez decydującego udziału dominującego akcjonariusza. Jeżeli odpowiednich mechanizmów w tym zakresie nie zapewnia statut spółki, dominujący akcjonariusz powinien powstrzymać się od wykonywania prawa głosu przy wyborze i odwoływaniu członków niezależnych”.

Również *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005* zawierały rekomendację na temat niezależnych członków rad nadzorczych. Art. 20 brzmiał:

- a) „Przynajmniej połowę członków rady nadzorczej powinni stanowić członkowie niezależni, z zastrzeżeniem pkt. d). Niezależni członkowie rady nadzorczej powinni być wolni od powiązań ze spółką i akcjonariuszami lub pracownikami, które mogłyby istotnie wpłynąć na zdolność niezależnego członka do podejmowania bezstronnych decyzji;
- b) Szczegółowe kryteria niezależności powinien określać statut spółki;
- c) Bez zgody większości niezależnych członków rady nadzorczej, nie powinny być podejmowane uchwały w sprawach:
 - świadczenia z jakiegokolwiek tytułu przez spółkę i jakiegokolwiek podmioty powiązane ze spółką na rzecz członków zarządu;
 - wyrażenia zgody na zawarcie przez spółkę lub podmiot od niej zależny istotnej umowy z podmiotem powiązany ze spółką, członkiem rady nadzorczej albo zarządu oraz z podmiotami z nimi powiązanymi;
 - wyboru biegłego rewidenta dla przeprowadzenia badania sprawozdania finansowego spółki.
- d) W spółkach, gdzie jeden akcjonariusz posiada pakiet akcji dający ponad 50% ogólnej liczby głosów, rada nadzorcza powinna liczyć co najmniej dwóch niezależnych członków, w tym niezależnego przewodniczącego komitetu audytu, o ile taki komitet został ustanowiony”.

Kolejny polski kodeks dobrych praktyk, tj. *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW z 2007 r.* inaczej sformułował zasadę niezależności, choć trudno mówić w tym przypadku o zasadniczej zmianie. Punkt 6 w III dziale zatytułowanym *Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych* brzmiał „Przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej powinno spełniać kryteria niezależności od spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką. W zakresie kryteriów niezależności członków rady nadzorczej powinien być stosowany Załącznik II do *Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej)*. Niezależnie od postanowień pkt. b) wyżej wymienionego Załącznika osoba będąca pracownikiem spółki, podmiotu zależnego lub podmiotu stowarzyszonego nie może być uznana za spełniającą kryteria niezależności, o których mowa w tym Załączniku. Ponadto za powiązanie z akcjonariuszem wykluczające przymiot niezależności członka rady nadzorczej w rozumieniu niniejszej

zasady rozumie się rzeczywiste i istotne powiązanie z akcjonariuszem mającym prawo do wykonywania 5% i więcej ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu”.

W podobny sposób poruszono problem niezależności w *Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW 2016*. Również tu odniesiono się do załącznika II *Zaleceń Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej)*, w którym znajdują się kryteria niezależności. Ten załącznik jest zatytułowany *Profil niezależnego dyrektora niewykonawczego lub dyrektora będącego członkiem rady nadzorczej*.

Choć sama idea niezależności członków rad nie budzi już dziś większych wątpliwości, to mimo rekomendacji wciąż nie ma konsensusu co do kryteriów tej niezależności. Opisują to dokładnie L. Bohdanowicz (2009) czy I. Koładkiewicz (2013). W tym pierwszym opracowaniu przedstawiono wyniki badań ankietowych na próbie 183 członków rad nadzorczych, w których jedno z pytań dotyczyło kryteriów niezależności. Jako najważniejsze kryteria ograniczające niezależność w sprawowaniu nadzoru nad spółkami respondenci wskazali kolejno: pokrewieństwo z członkiem zarządu, związki finansowe ze spółką lub członkami jej zarządu, uzyskiwanie dochodów od spółki oraz reprezentowanie znaczącego akcjonariusza. I. Koładkiewicz, poza szerokimi studiami literaturowymi na temat niezależności, zaprezentowała również wyniki badań jakościowych na temat jej kryteriów. W tych badaniach za czynniki sprzyjające niezależności uznano pozycję zawodową (posiadany autorytet), sytuację finansową (niezależność finansową) i odwagę cywilną.

Niektóre wyniki badań pokazały także, że spółki w różnych krajach w inny sposób podchodzą do problemu niezależności i w związku z tym struktura rad pod względem udziału w nich członków niezależnych jest różna. W tabeli 10 znajduje się zestawienie przygotowane przez D. Ferreirę i T. Kirchmaiera (2013). Pokazano w nim podstawowe statystyki opisowe (średnia arytmetyczna, odchylenie standardowe, minimum i maksimum) na temat udziału członków niezależnych w ogólnej liczbie członków rady spółki. Oczywiście liczba obserwacji przeprowadzonych w niektórych krajach, jak np. w Bułgarii, Chorwacji, Czechach, Islandii, Lichtensteinie, Rumunii czy na Węgrzech, jest tak mała, że nie dla wszystkich krajów można wyciągać pogłębione wnioski. Z tej tabeli wynika, że szczególnie w Stanach Zjednoczonych zwrócono dużą uwagę na wzrost niezależności członków organów statutowych. Średnia arytmetyczna dla udziału członków niezależnych w radach spółek wyniosła w opisywanym tu badaniu aż 0,74. Dodatkowo zwraca tu też uwagę duża liczba spółek amerykańskich, których w badaniu uwzględniono aż 3799. Znacznie niż-

szy był już udział członków niezależnych w radach spółek brytyjskich. Wynosił on 0,34 (próba liczyła 1326 spółek). Ciekawie wygląda udział członków niezależnych w innych krajach Europy na tle Wielkiej Brytanii, gdzie przecież sformułowano w różnych raportach wiele zaleceń na temat niezależności członków rad i silnie rekomendowano ich powoływanie. Z zestawienia przedstawionego przez D. Ferreirę i T. Kirchmaiera wynika, iż ten udział w Wielkiej Brytanii był niższy niż w Austrii (udział członków niezależnych wyniósł 0,39, a próba liczyła 41 spółek), Belgii (udział – 0,43, próba – 65 spółek), Finlandii (udział – 0,78, próba – 31 spółek), Francji (udział – 0,35, próba 247 spółek), Grecji (udział – 0,38, próba – 52 spółki), Irlandii (udział – 0,46, próba – 73 spółki), Włoszech (udział – 0,43, próba – 97 spółek), Lichtensteinie (udział – 0,49, próba – 2 spółki), Luksemburgu (udział – 0,51, próba – 21 spółek), Holandii (udział – 0,52, próba – 90 spółek), Norwegii (udział – 0,36, próba – 63 spółki), Hiszpanii (udział 0,38, próba – 71 spółek) i Szwajcarii (udział – 0,42, próba – 101 spółek). Podobny jak w Wielkiej Brytanii, choć nieznacznie niższy, był udział członków niezależnych w radach spółek cypryjskich (udział 0,33, próba – 9 spółek), duńskich (udział 0,29, próba – 34 spółki), islandzkich (udział 0,33, próba – 3 spółki) oraz rosyjskich (udział 0,31, próba – 23 spółki). Na tym tle udział członków niezależnych w radach polskich spółek był niski. W tym badaniu wyniósł on tylko 0,17, ale próba liczyła tylko 21 spółek z naszego kraju. Bardzo niski natomiast był udział członków niezależnych w radach nadzorczych niemieckich spółek, gdzie wyniósł tylko 0,05 (próba liczyła 183 spółki).

Wśród badań na temat niezależności rad spółek na pierwszy plan wysuwają się te, które dotyczyły relacji pomiędzy nią a wynikami finansowymi. Tak jak wiele innych badań ilościowych przyniosły one niejednoznaczne rezultaty. P. Klein, D. Shapiro i J. Young (2005), badając próbę 263 spółek kanadyjskich, zauważyli, że ta relacja jest negatywna dla spółek rodzinnych, a w całej próbie nie była ona istotna statystycznie. Wyniki spółek były tu mierzone za pomocą wskaźnika Q Tobina. Ale już V. Krivogorsky (2006) znalazła pozytywne relacje pomiędzy proporcją w radach członków niezależnych a wynikami spółek mierzonymi za pomocą wskaźników ROA i ROE. Badania te były prowadzone na próbie 87 spółek z dziewięciu krajów Europy kontynentalnej. Natomiast H. Koerniadi i A. Tourani-Rad (2012), badając spółki nowozelandzkie, zauważyli, że obecność niezależnych członków rad zamiast przyczynić się do zwiększenia wartości spółek, wpływa na nią negatywnie. Jak podkreślili, ich wyniki były zgodne z teorią służebności, gdyż pokazały również, że członkowie niezależni mają pozytywny wpływ na wartość spółek tylko wtedy, gdy są w mniejszości. Co więcej, autorzy, konkludując, podkreślili, że ogólnoswiatowy trend zmierzający do wzrostu niezależności

Tabela 10. Niezależność w radach spółek w Europie i Stanach Zjednoczonych (2010)
– udział członków niezależnych w radach spółek

Kraj	Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
Austria	0,39	0,26	0,00	0,83	41
Belgia	0,43	0,16	0,00	0,83	65
Bułgaria	0,00		0,00	0,00	1
Chorwacja	0,03	0,05	0,00	0,07	2
Cypr	0,33	0,25	0,00	0,67	9
Czechy	0,11	0,09	0,00	0,18	3
Dania	0,29	0,23	0,00	0,89	34
Finlandia	0,78	0,19	0,38	1,00	31
Francja	0,35	0,22	0,00	1,00	247
Niemcy	0,05	0,16	0,00	0,86	183
Grecja	0,38	0,19	0,00	0,80	52
Węgry	0,30	0,04	0,27	0,33	2
Islandia	0,33	0,58	0,00	1,00	3
Irlandia	0,46	0,28	0,00	0,91	73
Włochy	0,43	0,17	0,00	0,84	97
Lichtenstein	0,49	0,08	0,43	0,55	2
Luksemburg	0,51	0,29	0,00	1,00	21
Holandia	0,52	0,22	0,00	0,88	90
Norwegia	0,36	0,34	0,00	1,00	63
Polska	0,17	0,18	0,00	0,56	21
Portugalia	0,25	0,17	0,00	0,57	28
Rumunia	0,00		0,00	0,00	1
Rosja	0,31	0,25	0,00	1,00	23
Słowenia	0,00		0,00	0,00	1
Hiszpania	0,38	0,18	0,00	0,88	71
Szwajcaria	0,42	0,38	0,00	1,00	101
Turcja	0,18	0,23	0,00	0,63	10
Wielka Brytania	0,34	0,25	0,00	1,00	1326
Stany Zjednoczone	0,74	0,17	0,00	1,00	3799

Źródło: D. Ferreira, T. Kirchmaier (2013, s. 191–224)

w organach statutowych spółek nie musi być korzystny tam, gdzie menedżerowie są partnerami akcjonariuszy, a nie pozostają jedynie w konflikcie interesu z nimi.

Także F. Lefort i F. Urzúa (2008) przeprowadzili badania na próbie 160 spółek chilijskich i stwierdzili, że te spółki, w których konflikt agencji występuje w ostrzejszej formie, częściej powołują profesjonalnych, niezależnych członków rad. Ich powołanie ma go złagodzić i poprawić ład korporacyjny w spółce.

Ch.-S. Young, L.-Ch. Tsai i P.-G. Hsieh (2008) przeprowadzili na próbie 943 obserwacji w 492 spółkach tajwańskich badania na temat dobrowolnego powoływania członków niezależnych. Pokazały one, że niezależność w radzie wzrasta, gdy inne mechanizmy ładu korporacyjnego są słabsze, a konflikt agencji silniejszy. Co więcej, stopień niezależności rady spada, gdy wzrasta własność menedżerska i kontrola rodzinna nad spółkami (własność rodzinna). W odniesieniu do wyników spółek odnotowali oni pozytywną relację pomiędzy niezależnością a tymi wynikami. Podobne badania wcześniej przeprowadziła V. Krivogorsky (2006), ale nie zaobserwowała statystycznie istotnej zależności na temat związków pomiędzy własnością menedżerską a udziałem w radach członków niezależnych. Tym niemniej można postawić kolejną hipotezę na ten temat.

Hipoteza 11

Własność menedżerska wpływa negatywnie na niezależność w radach nadzorczych polskich spółek publicznych.

4.3. Własność menedżerska a powoływanie komitetów rad nadzorczych

Komitety rad nadzorczych odgrywają ważną rolę w budowaniu efektywnego systemu ładu korporacyjnego. Są one powoływane, aby rady lepiej i bardziej szczegółowo wykonywały swoje funkcje, a także aby efektywniej był wykorzystany czas oraz wiedza i doświadczenie członków tego organu statutowego (Cadbury, 1992; Colley, Doyle, Logan i Stettinius, 2005). Znaczenie komitetów, a w szczególności komitetu do spraw audytu, wzrosło po fali nadużyć menedżerskich odnotowanych na przełomie XX i XXI w. oraz w jej efekcie rozpowszechnienia kodeksów dobrych praktyk ładu korporacyjnego i zmian w prawie, które miały doprowadzić do wzrostu jakości sprawowania nadzoru nad spółkami (Collier i Zaman, 2005; Klein, 2003; Linck, Netter i Yang, 2008).

Najczęściej, zarówno na świecie, jak i w Polsce, powoływane są trzy komitety rad, tj. kolejno komitet do spraw audytu, komitet do spraw wynagrodzeń i komitet do spraw nominacji (Bohdanowicz, 2009; Carson, 2002; Dobija, Kołodkiewicz, Cieślak i Klimczak, 2011). Na przykład w badaniach ankietowych przeprowadzonych przez L. Bohdanowicza (2009), wśród 183 członków rad nadzorczych polskich spółek publicznych, 62% respondentów odpowiedziało, że rady nadzorcze powinny powoływać komitety, a 34%, że nie (4% respondentów nie odpowiedziało na pytanie). Ci, którzy wskazali, że komitety powinny być powoływane, podkreślali, iż jako najbardziej przydatne w realizacji funkcji nadzorczych są według kolejności komitet do spraw audytu (93,04% wskazań), komitet do spraw wynagrodzeń (56,52%), komitet do spraw ryzyka i finansów (41,74%), komitet do spraw nominacji (11,3%), komitet do spraw odpowiedzialności społecznej (11,3%) i komitet prezydialny (5,22%).

Powoływanie komitetu do spraw audytu rekomendowano już na długo przed falą nadużyć menedżerskich przełomu XX i XXI w. B. S. Birket (1986), E. Carson (2002) i P. Collier (1996) opisują, że w Stanach Zjednoczonych już od 1977 r. komitet do spraw audytu musiały powoływać spółki notowane na giełdzie papierów wartościowych w Nowym Jorku (NYSE), a amerykańska komisja papierów wartościowych (SEC) zachęcała do jego wyodrębnienia już od 1940 r. Jednak F. Burke, D. Gay i K. Tatum (2008) dodają również, że do 1967 r. w Stanach Zjednoczonych temu komitetowi poświęcano mało uwagi, a dopiero później dyskutowano nad jego przydatnością. Komitet do spraw audytu był również obowiązkowy przez wiele lat w Kanadzie i Malezji. W Wielkiej Brytanii jego powołanie rekomendowały kodeksy dobrych praktyk od czasów raportu komisji Cadbury'ego. Później wielokrotnie zachęcała do powoływania komitetu do spraw audytu Komisja Europejska, począwszy od opublikowanego w 1996 r. *Green Paper – The Role, Position and Liability of the Statutory Auditor in the European Union*, aż po *Recommendations on the Role of (Independent) Non-Executive or Supervisory Directors* oraz *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*.

Komitet do spraw audytu służy do zapewnienia pomostu pomiędzy wewnętrznymi i zewnętrznymi audytorami, a także radą spółki. F. T. De Zoort, D. R. Hermanson, D. A. Archambeault i S. Reed (2002) stwierdzili, że podstawowymi zadaniami tego komitetu są: zapewnienie odpowiedniej jakości polityki rachunkowości w spółce; wewnętrzna kontrola; zapewnienie, że system ujawniania informacji o spółce jest terminowy i wysokiej jakości; a także zapewnienie, że rada i akcjonariusze otrzymują właściwe informacje. Także D. Dobija (2011) przedstawiła podstawowe funkcje tego komitetu i zaliczyła do nich nadzór nad polityką rachun-

kowości, oszacowaniami menedżerskimi i korektami w informacjach finansowych; procesem audytu zewnętrznego; procesem audytu wewnętrznego; procesami oceny ryzyka finansowego oraz rachunkowością i sprawozdawczością podatkową, a także ryzykami z nimi związanymi (Dobija, Kołodkiewicz, Cieślak i Klimczak, 2011).

Komitet do spraw audytu był także przedmiotem największej liczby badań empirycznych w porównaniu do pozostałych komitetów. Dotyczyły one wielu problemów, a wśród nich powołania i składu tego komitetu, jego wpływu na kształtowanie zysków (ang. *earnings management*), a także relacji pomiędzy charakterystykami komitetu do spraw audytu i wynikami spółek. Co więcej, przeprowadzono również rozważania na temat wpływu władzy i własności menedżerskiej na komitety do spraw audytu. Na przykład K. Pincus, M. Rusbarsky i J. Wong (1989) badali warunki dobrowolnego powoływania komitetu do spraw audytu i wskazali, że wpływ na to powołanie mają: niski poziom udziału we własności menedżerów, wysoki poziom zadłużenia, większa skala działalności, współpraca z największymi audytorami (z tzw. Wielkiej Ósemki z czasu, gdy to badanie było prowadzone) i większa proporcja w radzie dyrektorów członków zewnętrznych. Również P. Collier (1993) uzyskał podobne wyniki empiryczne. Badając warunki dobrowolnego powoływania brytyjskich komitetów do spraw audytu, zauważył, że wpływ na nie mają: niższy poziom własności menedżerskiej, wyższy poziom zadłużenia i większy udział w radach członków zewnętrznych. K. Chan i J. Li (2008) potwierdzili natomiast, że obecność niezależnych ekspertów w radzie i komitecie do spraw audytu wpływa pozytywnie na wartość spółki. Za niezależnych ekspertów w tym badaniu przyjęto prezesów zarządów innych spółek. N. Saleh, T. Iskandar i M. Rahmat (2007) potwierdzili, że w pełni niezależny komitet do spraw audytu w spółce ogranicza praktyki kształtowania zysków. A J. Carcello, T. Neal, Z.-V. Palmrose i S. Scholz (2011) badali, czy korzyści dla spółki związane z posiadaniem niezależnego i złożonego z ekspertów komitetu do spraw audytu zmniejszają się, gdy w proces wyboru członków rady jest zaangażowany prezes spółki. Ich odpowiedź na to pytanie była negatywna i, jak przyznali, korzyści z udziału w monitorowaniu spółki przez komitet do spraw audytu mogą być tylko wtedy osiągnięte, gdy prezes nie jest formalnie zaangażowany w ten proces.

Sama efektywność komitetu do spraw audytu była również w wielu opracowaniach kwestionowana. K. Menon i J. Williams (1984) stwierdzili, że komitety są formowane, aby promować ład korporacyjny, ale nie mają jasnego celu. Trzeba jednak mocno podkreślić, że ustawodawstwo oraz kodeksy dobrych praktyk z czasem wyraźnie nakreśliły zakres obowiązków i cele tych komitetów. H. Bosch (1995) dodał, że komitety do spraw audytu mogą przyczyniać się do wzrostu biurokracji, duplikowania

i marnowania wysiłków w spółce oraz niepotrzebnego tworzenia dodatkowej komórki monitorowania menedżerów. E. Carson (2002) podkreśliła, że komitet do spraw audytu może zostać sformowany bez dbałości o jego jakość i efektywność, gdy samo powołanie będzie wynikało przede wszystkim z oczekiwania otoczenia, a istnienie tego komitetu może dla otoczenia stanowić jedynie dowód, iż rada dokłada najwyższej staranności w wypełnianiu swoich obowiązków. Innymi słowy powołanie komitetu może być motywowane chęcią spełnienia zewnętrznych oczekiwań i dostosowania się do wymogów otoczenia, a nie dążeniem do poprawy efektywności sprawowania nadzoru nad spółkami. Również M. Beasley (1996) stwierdził, że skład samej rady nadzorczej może bardziej wpływać na zdolność do ograniczania ryzyka finansowej defraudacji w spółce niż powołanie komitetu do spraw audytu.

Ale z drugiej strony M. Mangena i R. Pike (2005) stwierdzili, że niepowodzenia spółek i nieprawidłowości finansowe pojawiają się głównie w tych spółkach, które nie wdrażają rekomendacji na temat wyodrębnienia ze składu rady komitetu do spraw audytu. Wcześniej F. DeZoort i S. Salterio (2001) zwrócili uwagę na kompozycję tych komitetów i stwierdzili, że członkowie komitetu do spraw audytu z odpowiednią wiedzą w zakresie audytu i raportowania finansowego są w stanie lepiej ocenić opinie audytorów i wspierać ich argumenty w dyskusjach z menedżerami niż członkowie, którzy tej wiedzy nie posiadają. Co więcej, członkowie komitetu do spraw audytu, jeśli mają odpowiednią wiedzę, są w stanie wykryć istotne zafałszowania w sprawozdaniach finansowych. Takie wyniki wspierają zasadność powoływania komitetu do spraw audytu, ale pod warunkiem, że jego skład jest odpowiednio dobrany. Podobne wnioski wyciągnęli w swoich badaniach L. Abbott, S. Parker i G. Peters (2004), którzy zauważyli, że występuje istotna statystycznie i negatywna relacja pomiędzy powołaniem komitetu do spraw audytu, w którym jest co najmniej jedna osoba z doświadczeniem w zakresie finansów, oraz koniecznością ponownego przedstawiania sprawozdań finansowych (ang. *financial restatement*). Także J. Krishnan (2005) przedstawił wyniki badań potwierdzające, iż obecność komitetu do spraw audytu, w którym członkowie są ekspertami w zakresie finansów, zmniejsza ryzyko problemów z wewnętrzną kontrolą.

Drugi z najczęściej powoływanych w radach spółek komitetów, czyli komitet do spraw wynagrodzeń, ma przede wszystkim doradzać radzie na temat kompozycji i wykorzystania poszczególnych elementów wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla. To ten komitet rekomenduje jej, w jaki sposób ma być wynagradzany prezes zarządu i inni jego członkowie, a także jak powinno być skonstruowane ich dodatkowe wynagrodzenie. I. Cieślak (Dobija, Kołodkiewicz, Cieślak i Klimczak, 2011)

wymienia kilka zadań komitetów do spraw wynagrodzeń polskich spółek. Wśród nich najważniejsze są:

- ocena wynagrodzeń członków zarządu;
- przedkładanie radzie nadzorczej rekomendacji co do wysokości wynagrodzeń członków zarządu;
- ogólna ocena polityki wynagrodzeń spółki;
- analizowanie i przedstawianie radzie nadzorczej rekomendacji odnośnie do założeń programu motywacyjnego, w tym programu opcji menedżerskich i warunków premiowania, a także sprawowanie nadzoru nad jego realizacją;
- ustalanie warunków zatrudniania członków zarządu i pozostałej kadry kierowniczej spółki;
- opiniowanie treści informacji o wynagrodzeniach członków organów statutowych spółki przed ich upublicznieniem;
- nadzorowanie polityki dotyczącej obowiązków informacyjnych w zakresie wynagradzania członków zarządu;
- współpraca z audytorami zewnętrznymi w zakresie oceny wynagrodzeń członków zarządu spółki.

Na temat komitetu do spraw wynagrodzeń przeprowadzono nieco mniej badań niż na temat komitetu do spraw audytu, choć również takich nie brakowało. Na przykład, B. Main i J. Johnston (1993) stwierdzili, że wynagrodzenie menedżerów najwyższego szczebla jest znacząco wyższe w tych spółkach, które mają wyodrębniony komitet do spraw wynagrodzeń. Później M. Conyon i S. Peck (1998) podkreślili, że wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla w większym stopniu są powiązane z wynikami spółek, jeśli w ich radach powołano komitet do spraw wynagrodzeń. Natomiast N. Vafeas (2000) podkreślił, iż wpływ na skład komitetu do spraw wynagrodzeń mają: udział w radzie zewnętrznych dyrektorów, sprawowanie przez członków rady funkcji nadzorczych w radach innych spółek oraz czas zasiadania w radzie i wiek członków tego organu statutowego. M. Hanlon, S. Rajgopal i T. Shevlin (2003) zauważyli, że poziom wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla jest pozytywnie powiązany ze wzrostem produktywności, a także wyceną rynkową spółek oraz ich przyszłymi zyskami. Dodali oni również, że wyższa jakość komitetu do spraw wynagrodzeń sprawia, iż systemy motywacyjne menedżerów są lepiej zaprojektowane, co przekłada się na podejmowanie przez nich lepszych decyzji, prowadzących do osiągnięcia przez spółki wyższych wyników finansowych.

W Polsce początkowo do powoływania różnych komitetów zachęcały kodeksy dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Co prawda, nie było żadnego odniesienia do nich w *Dobrych praktykach w spółkach publicznych 2002*, ale już w kolejnym polskim kodeksie dobrych praktyk, tj. *Dobrych*

praktykach w spółkach publicznych 2005 znalazł się art. 28, który brzmiał: „Rada nadzorcza powinna działać zgodnie ze swym regulaminem, który powinien być publicznie dostępny. Regulamin powinien przewidywać powołanie co najmniej dwóch komitetów:

- audytu oraz
- wynagrodzeń.

W skład komitetu audytu powinno wchodzić co najmniej dwóch członków niezależnych oraz przynajmniej jeden posiadający kwalifikacje i doświadczenie w zakresie rachunkowości i finansów. Zadania komitetu powinien szczegółowo określać regulamin rady nadzorczej. Komitety audytu powinny składać radzie nadzorczej roczne sprawozdanie ze swej działalności. Sprawozdanie to spółka powinna udostępnić akcjonariuszom.”

Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005 zostały zastąpione *Dobrymi Praktykami Spółek Notowanych na GPW*, przyjętymi przez Radę Giełdy w dniu 4 lipca 2007 r. i w punkcie 7 działu III zatytułowanego *Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych* znalazł się zapis „W ramach rady nadzorczej powinien funkcjonować co najmniej komitet audytu. W skład tego komitetu powinien wchodzić co najmniej jeden członek niezależny od spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką, posiadający kompetencje w dziedzinie rachunkowości i finansów. W spółkach, w których rada nadzorcza składa się z minimalnej wymaganej przez prawo liczby członków, zadania komitetu mogą być wykonywane przez radę nadzorczą”. Natomiast w *Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW 2016* stwierdzono m.in., że „w zakresie zadań i funkcjonowania komitetów działających w radzie nadzorczej zastosowanie mają postanowienia Załącznika I do Zalecenia Komisji Europejskiej”, w którym szczegółowo opisano utworzenie i skład, rolę oraz funkcjonowanie komitetów do spraw nominacji i wynagrodzeń, a także komisji rewizyjnej.

W międzyczasie, bo 17 maja 2006 r., Parlament Europejski i Rada wydały dyrektywę 2006/43/WE, określaną jako Ósma Dyrektywa UE, która uchylała wcześniejszą dyrektywę Rady 84/253/EWG. Ta Ósma Dyrektywa UE odnosi się do powoływania i zadań komitetu do spraw audytu w spółkach publicznych (Sawicki, 2009). Polskie prawo dostosowało się do niej w 2009 r. i w *Ustawie z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym* wprowadzono prawny obowiązek utworzenia komitetu do spraw audytu m.in. w spółkach publicznych. Ustawa ta precyzuje, że komitet do spraw audytu powinien składać się przynajmniej z trzech osób, z których co najmniej jedna spełnia warunki niezależności i posiada kwalifikacje w dziedzinie rachunkowości lub rewizji finansowej. Członek komitetu spełnia kryteria bezstronności i niezależności, jeżeli:

- nie posiada udziałów ani akcji spółki publicznej, którą będzie monitorować;
- w ostatnich trzech latach nie uczestniczył w prowadzeniu ksiąg rachunkowych lub sporządzaniu sprawozdania finansowego tej spółki;
- nie jest małżonkiem, krewnym ani powinowatym w linii prostej do drugiego stopnia i nie jest związany z tytułu opieki, przysposobienia lub kurateli z osobą będącą członkiem organów nadzorujących, zarządzających lub administrujących spółki publicznej.

Z powodu zmian prawnych w najnowszym polskim kodeksie dobrych praktyk, czyli *Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW*, które wprowadzono Uchwałą Rady giełdy z dnia 21 listopada 2012 r. znalazł się jedynie zapis, iż „W zakresie zadań i funkcjonowania komitetów działających w radzie nadzorczej powinien być stosowany Załącznik I Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych [...]”.

W Polsce powołanie komitetów rad nadzorczych ma bądź to charakter obowiązkowy po spełnieniu określonych warunków i wynika z przepisów prawa (komitet audytu), bądź charakter dobrowolny i komitety w spółkach wyodrębniane są zgodnie z zaleceniami *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, by poprawić funkcjonowanie rad (pozostałe komitety). W tym drugim przypadku rady wyodrębniają takie komitety, gdy uznają, że przyczyni się to do zwiększenia efektywności ich funkcjonowania. Oba przypadki powołania komitetów były przedmiotem badań w niniejszym opracowaniu.

Generalnie w Polsce powoływane są różne komitety rad nadzorczych, a przyczyn tego powoływania należy doszukiwać się w obowiązujących przepisach prawa (komitet do spraw audytu) czy też w decyzjach akcjonariuszy i rad nadzorczych (komitet do spraw wynagrodzeń i inne komitety). Można zatem, także na podstawie wcześniejszych badań prowadzonych na świecie, postawić hipotezy na temat wpływu własności menedżerskiej na ich wyodrębnienie w radzie nadzorczej. Badania prezentowane w niniejszej pracy dotyczą powoływania komitetów do spraw audytu i komitetów do spraw wynagrodzeń.

Hipoteza 12

Własność menedżerska wpływa negatywnie na powoływanie komitetów do spraw audytu.

Hipoteza 13

Własność menedżerska wpływa negatywnie na powoływanie komitetów do spraw wynagrodzeń.

ROZDZIAŁ V

WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA A ZASADY I WYSOKOŚĆ WYNAGRODZEŃ MENEDŻERÓW NAJWYŻSZEGO SZCZEBLA

5.1. Koncepcje teoretyczne w polityce wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla

Problem wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla stał się jednym z najczęściej poruszanych tematów ładu korporacyjnego. Debata na ich temat nasiliła się zwłaszcza w obliczu pojawiających się informacji o niezwykle wysokich dochodach osób zarządzających spółkami, często słabo powiązanych z ich wynikami (Boyd, Santos i Shen, 2012). Szczególnie intensywnie poruszano go, gdy pojawiały się kryzysy korporacyjne i kiedy ujawniano, że w bankrutujących spółkach menedżerowie najwyższego szczebla świadomie zapewniali sobie wysokie wynagrodzenia, mając równocześnie wiedzę o problemach w zarządzanych przez siebie spółkach. Nic dziwnego, że w niektórych opracowaniach podkreślano, że problem nadmiernego wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla nie jest przypadkowy i nie można go zawęzić do „kilku robaczywych jabłek”, ale raczej ma charakter systemowy (Conyon, Peck i Sadler, 2006).

Tematem wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla zajmowali się równie intensywnie praktycy, legislatorzy, jak i akademicy. Na przykład, już w 1995 r. w Wielkiej Brytanii opublikowano raport pod kierownictwem R. Greenbury'ego, który dotyczył wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla brytyjskich spółek, a po kryzysie finansowym zainteresowała się tym tematem Komisja Europejska i wydała dokument zatytułowany *Green Paper: Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policy*. Rekomendacje Komisji, jak i ewolucję zasad zawartych w kodeksach dobrych praktyk w zakresie wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla można znaleźć na przykład

w opracowaniach M. Jerzemowskiej (2002) i P. Urbanka (2010), a rekomendacje amerykańskiego stowarzyszenia dyrektorów spółek (National Association of Corporate Directors, NACD) szczegółowo przedstawił K. Lis i H. Sterniczuk (2005).

Akademicy zajmujący się problemem wynagradzania menedżerów poszukiwali wyjaśnienia problemu nadmiernych wynagrodzeń w teorii agencji i nadmiernej swobodzie menedżerów, która – jak zostało już opisane w tym opracowaniu – jest szczególnie widoczna, gdy zewnętrzni właściciele mają zbyt mało siły do wpływania na nich, na co zwrócili uwagę już A. Berle i G. Means (1932) w latach trzydziestych XX w., a później, na przykład, A. Shleifer i R. Vishny (1997). Teoria wypracowała dwa odmienne podejścia wyjaśniania praktyki wynagradzania. Opisali je L. Bebchuk i J. Fried (2003) oraz nazwali koncepcją władzy menedżerskiej (ang. *managerial power approach*) i koncepcją optymalnego kontraktowania (ang. *optimal contracting approach*).

Pierwsza koncepcja, tj. koncepcja władzy menedżerskiej, odpowiada na pytanie, dlaczego relacje pomiędzy wynagrodzeniem menedżerów a wynikami spółek nie są silne lub nawet ich brak (Blanchard, Lopez-de-Silanes i Shleifer, 1994; Erturk, Froud, Johal i Williams, 2005; Perkins i Hendry, 2005). Wyjaśnia ona, że te związki będą słabsze, gdy władza menedżerów w spółkach będzie rosła, ponieważ im większa ich władza, tym większe ich możliwości do uzyskiwania renty z tą władzą związanej (Bebchuk i Fried, 2003). Co więcej, koncepcja władzy menedżerskiej wyjaśnia również, dlaczego opcje na akcje i wynagrodzenia oparte o wyniki spółek są podatne na manipulacje menedżerów. W tym miejscu należy wspomnieć, że stała część wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla, która w przypadku nadmiernej władzy menedżerskiej jest wyższa, nie zmniejsza się, gdy menedżerowie są dodatkowo wynagradzani opcjami lub część ich wynagrodzeń jest uzależniona od wyników spółek. Co więcej, koncepcja władzy menedżerskiej podkreśla, iż wprowadzenie programu opcji na akcje może osłabiać kreowanie wartości dla obecnych właścicieli, ponieważ rozładnia ich udziały, co w efekcie, na przykład, zmniejsza wartość wskaźnika zysk na akcje i wielu innych wskaźników rynkowych (Ferrarini i Moloney, 2004).

Dodatkowo koncepcja władzy menedżerskiej wskazuje na koszty ponoszone przez menedżerów najwyższego szczebla, jakie może spowodować wzburzenie otoczenia nadmiernymi wynagrodzeniami, a także na szkody związane z utratą reputacji, jakie w związku z tym wzburzeniem ponoszą. Na tej podstawie zwraca ona uwagę, że potencjalne postrzeganie przez zewnętrznych interesariuszy wynagrodzenia jako nadmiernego może prowadzić do kamuflażu, czy innymi słowy może ono powodować, iż menedżerowie najwyższego szczebla mogą podejmować próby jego le-

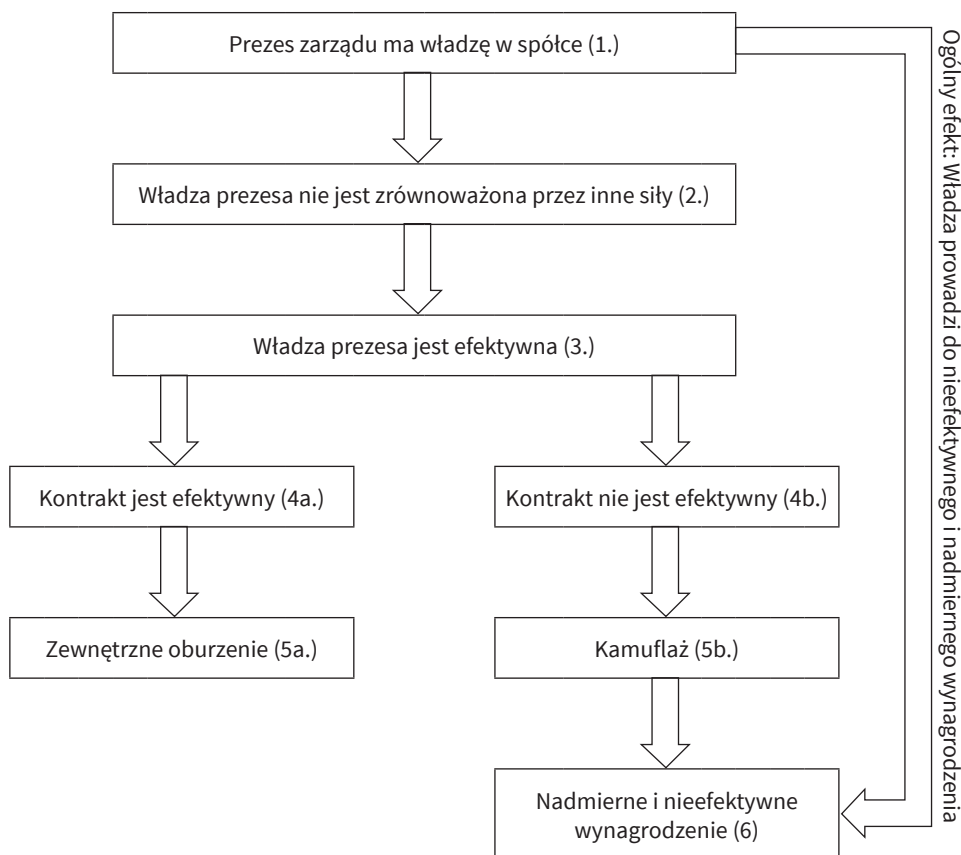
gitymizowania lub też ukrywania. L. Bebchuk i J. Fried (2003) wskazują również formy wynagradzania, które nie są powiązane z wynikami spółek i które służą do kamuflażu. Są to na przykład: plany emerytalne (ang. *pension plans*), odroczone wynagrodzenia (ang. *deferred compensation*), przywileje emerytalne (ang. *postretirement perks*) i kontrakty konsultingowe (ang. *consulting contracts*).

Koncepcja władzy menedżerskiej wskazuje ponadto różne czynniki, które mogą prowadzić do osłabienia relacji pomiędzy wynagrodzeniem menedżerów najwyższego szczebla a wynikami spółek. Jednym z tych czynników są słabe rady spółek, podporządkowane menedżerom i niezdolne do pełnienia funkcji kontrolnej. E. Core, W. Holthausen i D. Larcker (1999) wymienili wśród czynników osłabiających te relacje: liczebność rady, jej strukturę, pełnienie funkcji w wielu radach przez prezesa spółki i dwuwładzę prezesa (ang. *CEO duality*). Dodali oni przy tym, że zbyt liczne rady nie są w stanie zorganizować swojej opozycji wobec prezesa. To stwierdzenie było zgodne z wieloma wcześniejszymi studiami na temat liczebności organów statutowych, a w szczególności z wynikami badań D. Yermacka (1996). Co więcej, J. Core, W. Holthausen i D. Larcker (1999) wskazali, iż wpływ prezesa na powołanie zewnętrznych członków rady może powodować, że będą oni mieli wobec niego osobisty dług i odczuwali wdzięczność, co mocno utrudni wprowadzenie właściwego systemu motywacyjnego dla menedżerów najwyższego szczebla. Ponadto stwierdzili oni, że dyrektorzy zewnętrzni, którzy są członkami trzech lub więcej rad, mogą być rozproszeni i nie mieć czasu dla spółki, co negatywnie wpłynie na wypełnianie przez nich funkcji kontrolnej. I wreszcie empirycznie pokazali, że gdy prezes jest również przewodniczącym rady (dwuwładza), to jego wynagrodzenie jest wyższe.

Koncepcję władzy menedżerskiej w formie schematu i w czytelny sposób podsumowali S. Winter i P. Michels (2012), co zostało przedstawione na rysunku 8. Jak stwierdzili ci autorzy, jej podstawą jest założenie, że prezes zarządu ma władzę (1.), która w żaden sposób nie jest równoważona (2.). Oczywiście władzę tę może mieć też grupa menedżerów najwyższego szczebla. Ta władza oznacza, że ani zewnętrzni akcjonariusze, ani rada spółki, ani wreszcie rynek kontroli spółek nie mają dostatecznych możliwości, aby istotnie tę władzę ograniczyć. Innymi słowy, władza menedżerska może być z punktu widzenia prezesa efektywna tylko wtedy, jeśli nie jest skutecznie kontrolowana przez akcjonariuszy, radę nadzorczą lub rynki kontroli spółek (3.).

Wykorzystując swą władzę, prezes spółki ma dwie możliwości. Po pierwsze, może wdrożyć efektywny kontrakt z nadmiernym wynagrodzeniem (4a.), który da mu możliwość osiągnięcia renty. Ta ścieżka pozwoli, co prawda, na nadmierne opłacanie prezesa, ale nie doprowadzi

do dodatkowych szkód związanych z nieefektywnym zarządzaniem. Koncepcja władzy menedżerskiej wyjaśnia, że nadmierne wynagrodzenie będzie prowadziło do zewnętrznego oburzenia (5a.), co może sprawić, że uzyskanie renty stanie się trudne lub nawet niemożliwe. Z tego też powodu prezes zarządu będzie preferował nieefektywny kontrakt, na który wskazuje druga ścieżka (4b.). Warunki tego kontraktu mogą zostać ukryte, czyli podlegać kamuflażowi (5b.), co pozwoli na uniknięcie zewnętrznego wzburzenia. Wybierając tę ścieżkę, prezes zarządu będzie chronił swoje nadmierne wynagrodzenie przed zewnętrzną reakcją, ale równocześnie ten wybór sprawia, iż pozostali akcjonariusze staną się narażeni na straty rezydualne związane z jego nieefektywnym i nadmiernym wynagrodzeniem (6.).



Rysunek 8. Kształtowanie wynagrodzenia w koncepcji władzy menedżerskiej

Źródło: S. Winter, P. Michels (2012), *The managerial power approach – A tautology revisited*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2179036> (dostęp 01.11.2012r.)

Zgodnie z drugą koncepcją, czyli koncepcją optymalnego kontraktowania, systemy wynagrodzeń są istotnymi narzędziami dostarczania efektywnych zachęt dla menedżerów, aby ci kreowali wartość dla akcjonariuszy, a tym samym są remedium na zmniejszanie kosztów agencji. Ta koncepcja wskazuje, że menedżerowie są pod wpływem konfliktu agencji i automatycznie nie dążą do maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy. Zachęcić ich do tego mogą właśnie optymalnie skonstruowane systemy motywowania. Powstało wiele form wynagradzania, które bądź to starają się powiązać ich wysokość z wynikami spółek, bądź też zachęcają do wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla w oparciu o zwiększenie ich udziału w kapitale własnym spółki. Te wszystkie formy mają przyczynić się do działania zarządzających spółkami w taki sposób, jakby zachowywali się na ich miejscu właściciele, tym samym mają przyczynić się do zbliżania ich odmiennych, jak opisuje to teoria agencji, interesów. W wielu opracowaniach stwierdzono, że zwłaszcza opcje na akcji mają motywować menedżerów do podnoszenia wartości spółek i do pozostawania lojalnymi wobec akcjonariuszy (Ferrarini i Moloney, 2004; Thomas i Martin, 2000).

Trzeba zwrócić również uwagę na trudności, jakie mogą się pojawić w związku z wdrażaniem wniosków płynących z tej koncepcji i wskazujących na zastosowanie niektórych form wynagradzania, na które wskazują jej zwolennicy. L. Bebchuk i J. Fried (2003) stwierdzili, iż zastosowanie ich jest możliwe, gdy dobrze funkcjonują rady spółek, a zewnątrzni właściciele wybierają zarządzających spółkami menedżerów. Wtedy menedżerowie mają większą motywację do redukcji problemu agencji, dbania o własną reputację i działania w interesie akcjonariuszy. W spółkach, gdzie rzeczywisty wpływ na ten wybór mają sami menedżerowie najwyższego szczebla, członkowie rady mogą mieć problem z niezależnością, a w efekcie kłopoty z zaplanowaniem i wdrożeniem efektywnego systemu wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla. Podają przy tym przykład Enronu, gdzie każdy z członków rady zarabiał rocznie 380 000\$ i tym samym odnosił korzyści z popierania tych menedżerów, którzy dokonali nadużyć i doprowadzili do upadłości spółki. Ten przypadek pokazuje, że odnoszący duże korzyści członkowie rady mogą nie być zainteresowani sprzeciwianiem się nadmiernemu wynagradzaniu menedżerów najwyższego szczebla. Taka sytuacja staje się jeszcze trudniejsza, gdy niewielki jest wpływ rynków kontroli spółek oraz wysoka ochrona spółek przed przejęciami.

Mimo że obie koncepcje wynagrodzeń menedżerskich są odmienne, to jednak L. Bebchuk i J. Fried (2003) byli przeciwni ich pełnemu konfrontowaniu. Twierdzili oni, że w praktyce te wynagrodzenia pozostają zarówno pod wpływem czynników zewnętrznych, które sprawiają, że są one powiązane z wynikami, jak pod wpływem samych menedżerów, którzy najchętniej ograniczyliby wpływ tego powiązania na wysokość

własnych dochodów. Natomiast obie koncepcje wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla pokazują, jak ważna, a zarazem jak trudna jest ich kompozycja.

Co więcej, obie koncepcje wskazują na szereg form wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla, które mogą być zastosowane w praktyce i czasem mogą być korzystne dla menedżerów, a często pozwalają równocześnie na zbliżenie ich interesów z interesami zewnętrznych akcjonariuszy. Te formy wymieniła na przykład M. Marcinkowska (2002). Są to:

- płace (ang. *salaries*);
- premie roczne (ang. *annual bonuses*) za wyniki spółki, które mogą być wypłacane w całości w gotówce albo częściowo w gotówce i częściowo w akcjach spółki;
- premie i nagrody okresowe powiązane z bieżącymi wynikami finansowymi spółki, przyznawane w całości w akcjach lub w gotówce, a także w akcjach fikcyjnych (ang. *phantom stock*) lub tzw. jednostkach dywidend;
- premie i nagrody za długookresowe wyniki ekonomiczne spółki;
- dochody z tytułu udziału w zysku;
- dochody z tytułu nieodpłatnych akcji spółki, przyznawanych niezależnie od jej wyników ekonomicznych;
- dochody z tytułu opcji na akcje (ang. *stock options*);
- dochody z tytułu wpłat spółek na zakup akcji;
- dochody z tytułu funduszy oszczędnościowo-inwestycyjnych;
- dochody z tytułu wpłat spółek na fundusze emerytalne;
- dochody z tytułu wpłat spółek na fundusze ubezpieczeniowe;
- dochody z tytułu tzw. dodatkowych świadczeń socjalnych (ang. *fringe benefits*);
- wynagrodzenie odroczone (ang. *deffered compensation*).

Ta lista pokazuje, że różne formy wnagradzania menedżerów najwyższego szczebla mogą mieć zarówno charakter pieniężny, jak i związany ze wzrostem ich udziału we własności. Niektóre z tych dochodów przynoszą korzyści menedżerom już po zakończeniu pełnienia funkcji zarządczych w spółce.

5.2. Wynagrodzenie pieniężne członków zarządu i wpływ na nie własności menedżerskiej

Wynagrodzenie pieniężne (ang. *cash compensation*) może przybierać formy wynagrodzenia stałego lub zmiennego. W tym miejscu należy podkreślić, że od lat dziewięćdziesiątych poprzedniego wieku na świecie

wzrosło zainteresowanie zwłaszcza zmiennymi elementami wynagrodzenia, a w szczególności tymi, które są uzależnione od wyników spółek. Stąd M. Marcinkowska (2002) stwierdziła, że stałe płace mają większe znaczenie w przypadku kierownictwa niższego i średniego szczebla, a w przypadku kierownictwa najwyższego szczebla stanowią one najczęściej mniej niż połowę wynagrodzenia ogółem. Dotyczy to w szczególności spółek z krajów anglosaskich. Tym niemniej D. Swagerman i E. Terpstra (2007) podkreślili, że mimo wzrostu zainteresowania zmiennymi częściami wynagrodzenia, stałe płace są wciąż najważniejszym elementem wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla, choć, co również zaznaczyli, w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii zdarzają się przypadki, że menedżerowie najwyższego szczebla otrzymują jedynie wynagrodzenie zmienne. Co więcej, autorzy ci dodali, iż wynagrodzenie w formie stałej jest bardziej cenione przez samych menedżerów, gdyż jest ono obciążone mniejszym ryzykiem, a jego podstawowym celem jako części całego wynagrodzenia jest przyciąganie i zatrzymywanie członków kierownictwa spółek. Również P. Urbanek (2006) przyznał, że najważniejszą funkcją tego wynagrodzenia jest zapewnienie poczucia stabilności i bezpieczeństwa przez ograniczenie ryzyka zmniejszania lub utraty zarobków w przypadku pogorszenia wyników spółki.

W części zmiennej wynagrodzenia pieniężnego menedżerów najwyższego szczebla kluczową rolę odgrywają premie roczne. Ich najważniejszym celem jest stworzenie zachęt do poprawy wyników spółek. Ich wypłata opiera się na wynikach osiągniętych przez spółkę w danym roku. M. Marcinkowska (2002) wskazuje, że fundusze premiovowe dla menedżerów najwyższego szczebla są określane jako odsetek faktycznie osiągniętego zysku, a ich wielkość zależy od przyjętych reguł premiovych. Jak dodaje autorka, mogą one być oparte na:

- minimalnym poziomie rentowności, którego osiągnięcie jest wstępnym warunkiem utworzenia funduszu premiovowego;
- procencie zysku, jaki może zostać przeznaczony na premie.

Plany rocznego gotówkowego premiowania mogą być różnie skonstruowane. Wskazują na to, na przykład, D. Swagerman i E. Terpstra (2007), którzy ustalili, że holenderskie spółki najczęściej opierały wypłatę, jak to wcześniej określił K. Murphy (1999), na 'typowych' planach premiowania. Polegają one na wypłacaniu premii w wysokości ustalonego procentu od wynagrodzenia podstawowego za osiągnięcie określonych wcześniej wyników finansowych. Minimalna premia jest wypłacana, gdy przekroczone zostaną te wyniki, a maksymalna premia jest określona przez z góry ustaloną całkowitą wypłatę premii. Zakres pomiędzy minimalną i maksymalną premią jest określony jako „strefa korzyści” (ang. *the incentive zone*). W tej strefie premia wzrasta wraz ze wzrostem wyników. Drugim pod względem

wdrożenia w holenderskich spółkach był plan premiowania, który polega na wypłacaniu procenta ustalonej kwoty pieniężnej po przekroczeniu określonego progu wyników finansowych. Natomiast dopiero trzecim był standardowy program udziału w zysku. W zbadanej przez nich próbie w jednym przypadku plan premiowania miał charakter swobodny i o wysokości premii decydowała uznaniowo rada nadzorcza na swoim posiedzeniu.

Plany rocznego premiowania menedżerów najwyższego szczebla składają się – jak wskazał K. Murphy (1999) – z trzech elementów, tj. miar wyników (ang. *performance measures*), standardów wyników (ang. *performance standards*) oraz relacji pomiędzy wynikami i wynagrodzeniem (ang. *pay-performance relationship*). We wspomnianych już badaniach D. Swagerman i E. Terpstra (2007) stwierdzili, że wśród spółek, które zadeklarowały wykorzystanie różnych miar wyników w swoich planach premiowania członków najwyższego kierownictwa spółek, wszystkie wskazywały, iż wykorzystują miary finansowe, ale mniej niż jedna trzecia z nich stwierdziła, że jedynie te miary. Ponad dwie trzecie, że wykorzystuje również miary niefinansowe, w tym w szczególności miary związane z zarządzaniem strategicznym oraz społeczną odpowiedzialnością biznesu. Jak pokazali w tych badaniach D. Swagerman i E. Terpstra, widoczny był również wzrost tendencji do wykorzystywania dwóch lub więcej miar równocześnie. Wśród miar finansowych najpopularniejszy był zysk netto (30% spółek), a później wskaźnik zysk na akcje (22,6%), różne wskaźniki rentowności (21%), miary oparte na zysku przed opodatkowaniem lub amortyzacją (21%) oraz wzrost sprzedaży (16,1%).

Te wyniki można zestawić z wynikami badań ankietowych przeprowadzonych wśród członków rad nadzorczych polskich spółek publicznych pod kierunkiem naukowym J. Jeżaka (2015). Badania te nie dotyczyły, co prawda, miar zastosowanych w systemach wynagradzania członków zarządów, ale wskaźników, które zdaniem respondentów należałoby zastosować w ocenie zarządów przez rady nadzorcze (tabela 11). Wśród nich najczęściej pokazywano wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE), a później kolejno wskaźnik wartość spółki/zysk operacyjny powiększony o amortyzację (EV/EBITDA), rentowność aktywów (ROA) i wzrost wartości akcji. Być może oceny dotyczące zastosowania wskaźników w systemach motywacyjnych mogłyby się różnić, ale można stwierdzić, iż z dużym prawdopodobieństwem ważne znaczenie miałyby wskaźniki rentowności oraz miary oparte na zysku przed opodatkowaniem lub amortyzacją (EBITDA).

Drugi element planów rocznego premiowania menedżerów najwyższego szczebla, czyli standardy wyników, jest trudniejszy do zbadania, gdyż spółki tych planów najczęściej nie ujawniają. Te standardy są punktami odniesienia, które służą do oceny menedżerów. Na podstawie tych punktów odniesienia określa się zmienną część wynagrodzenia. Do nich

K. Murphy (1999) zaliczył: budżet (ang. *'budget' standards*), poprzedni rok (ang. *'prior-year' standards*), uznaniowość (ang. *'discretionary' standards*), inne spółki (ang. *'peer group' standards*), czas (ang. *'timeless' standards*) i koszt kapitału (ang. *'cost of capital' standards*).

Tabela 11. Mierniki wykorzystywane przez rady nadzorcze do oceny 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 akcje (P/E)	16

Źródło: L. Bohdanowicz, Z. Matyjas (2015) (w druku)

Trzeci element planów rocznego premiowania menedżerów najwyższego szczebla, czyli relacja pomiędzy wynikami i wynagrodzeniem, jest schematem, w jakim wyniki spółek łączą się z wypłatą premii. Jest on wyrażony jako procent wynagrodzenia podstawowego. Typowy schemat ma charakter stopniowy. Do pewnych wyników premie nie są wypłacane. Przekroczenie ustalonego wcześniej celu progu granicznego (ang. *'at target'*) powoduje wypłatę premii. Następnie jest kolejny próg – to ograniczenie wypłat (ang. *'a cap'*). Wskazuje on na maksymalną premię. Relacja między wynikami a premią występująca w przedziale pomiędzy progiem granicznym a progiem ograniczającym ma najczęściej charakter liniowy. D. Swagerman i E. Terpstra (2007) w swoich badaniach wskazywali, że mediana wysokości premii dla prezesa spółki przy pierwszym progu wynosi 60% podstawowego wynagrodzenia, a dla wiceprezesów ds. finansowych 50%. W 68% spółek z ich próby badawczej wysokość tej premii była jednakowa dla wszystkich członków zarządu, a w 38% miała charakter zindywidualizowany, co w większości przypadków oznaczało wyższą premię dla prezesa. Ci autorzy stwierdzili jednak, że spółki rzadko publikują te progi, podając jedynie, że one istnieją. Co więcej, w wielu spółkach określono – jak dodali – że rada nadzorcza może podjąć decyzję o niewypłacie premii mimo osiągnięcia celów, jeśli uzna, że popełniono błędy w zarządzaniu. Odbywa się to na podstawie tzw. rzetelnej oceny

(ang. *'fairness assessment'*) i może mieć miejsce tylko w wyjątkowych sytuacjach, np. w przypadku defraudacji.

Największą część badań na temat wynagrodzeń pieniężnych menedżerów najwyższego szczebla stanowiły badania, które starały się odpowiedzieć na pytanie, czy są one rzeczywiście powiązane z wynikami spółek. Również obie koncepcje teoretyczne, tj. koncepcja optymalnego kontraktowania i koncepcja władzy menedżerskiej, są mocno zakorzonione w wynikach tych badań, a te przynosiły różne wnioski, choć większość z nich potwierdzała te powiązania. Na przykład K. Murphy (1985) znalazł silne i istotne statystycznie relacje pomiędzy zmianami w wynagrodzeniach a wynikami mierzonymi zmianami w wartości akcji spółek, ale już M. Jensen i K. Murphy (1990) potwierdzili tylko słabe, choć także istotne statystycznie relacje pomiędzy wynagrodzeniami prezesów zarządów a wynikami spółek i stwierdzili, że te relacje są znacznie słabsze niż mogłoby to wynikać z założeń teorii agencji. Także J. Abowd (1990) zauważył słabe, ale jednak pozytywne relacje pomiędzy wynagrodzeniami menedżerów najwyższego szczebla a wynikami spółek mierzonymi miarami księgowymi, ale silniejsze pomiędzy tymi wynagrodzeniami a wynikami mierzonymi miarami rynkowymi. A. Ghosh (2006) dodał, że wynagrodzenia obliczane na poziomie całych organów statutowych są mocniej powiązane z wynikami spółek niż wynagrodzenia wyłącznie prezesów spółek. Również M. Conyon i L. Che (2011) przeprowadzili podobne badania na podstawie analizy danych panelowych i znaleźli pozytywne relacje pomiędzy wynagrodzeniem i wynikami spółek, ale w opozycji do większości tych badań B. Gerhart i G. Milkovich (1990) stwierdzili, iż poziom wynagrodzeń nie jest powiązany z wynikami finansowymi.

Sama elastyczność pomiędzy wynagrodzeniem menedżerów najwyższego szczebla a wynikami finansowymi była często zidentyfikowana jako niska (Edwards, Eggert i Weichenrieder, 2009). Z drugiej jednak strony pozytywne relacje pomiędzy wynagrodzeniem a wynikami finansowymi spółek opierają się na podstawowych założeniach teorii agencji i stąd większość spółek w systemach motywacyjnych ustala taką zależność (Jensen i Murphy, 1990). Z tego też powodu niektórzy autorzy uważali, że szczególnie istotne jest powiązanie wynagrodzenia z rynkowymi miarami wyników, gdyż wyższa pozytywna stopa zwrotu z akcji wysyła pozytywne sygnały na temat działań podejmowanych przez menedżerów najwyższego szczebla i dlatego od nich powinien zależeć wzrost tego wynagrodzenia (Fernandes, 2008; Murphy, 1999). Także w wielu badaniach potwierdzono pozytywne relacje wynagrodzeń z miarami księgowymi (Conyon i He, 2011; Edwards, Eggert i Weichenrieder, 2009) i były one czasami nawet silniejsze niż ich powiązania z miarami rynkowymi (Crespí-Cladera i Gispert, 2003).

Wiele badań na temat determinant wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla wskazywało, że jest ono mocno uzależnione nie tylko od wyników spółek, ale również od innych czynników. Często te zależności są nawet silniejsze. Wśród tych czynników na pierwszy plan wysuwa się wielkość spółek, a później własność menedżerska i własność inwestorów instytucjonalnych (Cheng i Firth, 2005). Także J. Core, W. Holthausen i D. Larcker (1999) zauważyli, że zróżnicowanie wynagrodzeń prezesów amerykańskich spółek wyjaśniają przede wszystkim zmienne na poziomie struktur własnościowych spółek oraz ich rad.

Również w Polsce prowadzono już badania na temat wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla, choć nie były one liczne. Jedne z nich zostały opisane przez S. Rudolfa, T. Janusza, D. Stosa i P. Urbanka (2002), a wnioski wyciągnięto na podstawie analizy korelacji przeprowadzonej na próbie 324 spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 1997–1998. Po jej przeprowadzeniu stwierdzono, że wynagrodzenia są przede wszystkim powiązane z wielkością spółki, ale nie udało się potwierdzić tej korelacji ze wskaźnikami efektywności (ROA, ROE i zyskowność sprzedaży). Inne badanie przeprowadzone przez K. Campbella, J. Jeżaka i L. Bohdanowicza (2006) na próbie 207 spółek również notowanych na GPW w Warszawie w 2004 r. pokazały istotne statystycznie, ale słabe związki pomiędzy wynagrodzeniem członków zarządu a wskaźnikiem ROA oraz równocześnie brak tych związków pomiędzy tym wynagrodzeniem a wskaźnikami TSR i ROE.

Ogólnie, na podstawie wcześniejszych badań można powiedzieć, że na poziom płac członków najwyższego kierownictwa wpływa wiele różnych czynników. M. Marcinkowska (2002) oraz P. Urbanek (2006) wymieniają: zajmowane stanowisko oraz zakres obowiązków i odpowiedzialności, wielkość spółki, sferę działalności i wysokość wynagrodzenia w konkurencyjnych spółkach. Badania na temat determinant wynagrodzeń polskich zarządów przeprowadzili też K. Campbell, J. Jeżak i L. Bohdanowicz (2006). Pokazały one, że głównymi determinantami są: wielkość spółki (wpływ pozytywny), stopień koncentracji struktur własnościowych (wpływ negatywny) i udział we własności zagranicznych inwestorów (wpływ pozytywny). W tych badaniach nie uwzględniono jednak wpływu na wysokość wynagrodzeń własności menedżerskiej. Jednak na podstawie wskazanych powyżej badań (Cheng i Firth, 2005; Morck, Shleifer i Vishny, 1988) oraz innych rozważań teoretycznych można postawić kolejną hipotezę.

Hipoteza 14

Własność menedżerska wpływa pozytywnie na wysokość wynagrodzeń członków zarządów.

5.3. Wynagrodzenie w formie niepieniężnej a własność menedżerska

Istotnym składnikiem wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla są niepieniężne jego formy, a w szczególności opcje na akcje, akcje i świadczenia dodatkowe. To one w dużym stopniu spowodowały tak gwałtowny wzrost całkowitych wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla. Za przykład może tu posłużyć wynagrodzenie Michaela Elsnera, prezesa Disney Corporation, który jedynie w 1997 r. zarobił 576 mln dolarów, z których tylko 6 mln wypłacono w gotówce, a reszta była związana z opcjami na akcje (Bloomfield, 2013).

Należy w tym miejscu podkreślić, iż same opcje na akcje jako składnik wynagrodzeń menedżerów były wdrażane przez spółki już od lat pięćdziesiątych XX w., przy czym dopiero w latach dziewięćdziesiątych stały się znaczącym elementem wynagrodzeń zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie (Frydman i Saks, 2007; Swagerman i Terpstra, 2007). Jeszcze w 1992 r. amerykańskie spółki przyznały opcje wartości 11 mld dolarów, by w 2000 r. ich poziom wzrósł aż do 119 mld (Bloomfield, 2013). S. Huddart i M. Lang (1996) pokreślili, że wzrost popularności opcji wynikał zarówno z ich powiązania z wynikami spółek, co miało motywować menedżerów do maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy, jak i z korzyściami podatkowymi związanymi z wdrażaniem tych form wynagradzania.

Opcje na akcje są prawem umożliwiającym nabycie akcji spółki po określonej cenie i w określonym czasie. P. Urbanek (2006) stwierdził, że standardowy program opcji na akcje daje menedżerowi prawo, ale nie obowiązek, nabycia akcji w ciągu 10 lat po cenie rynkowej z dnia uruchomienia tego programu. Tym samym program taki potencjalnie motywuje menedżerów najwyższego szczebla do działań zmierzających do podniesienia ceny akcji, gdyż odniosą oni korzyści, jeśli cena w momencie nabycia będzie wyższa od ceny w momencie uruchomienia programu. B. Hall i K. Murphy (2003) dodali, że ogłoszenie programów opcji na akcje może przyciągnąć do spółki najbardziej zmotywowanych i przedsiębiorczych menedżerów, ponieważ korzyści z nich wynikające są powiązane z przyszłymi rezultatami spółki, a nagroda jest znacznie wyższa niż ma to miejsce w przypadku pieniężnego wynagrodzenia.

Najczęściej rozróżnia się dwa rodzaje opcji – amerykańskie i europejskie (Gajdka i Walińska, 2000). W przypadku opcji amerykańskich zakup (sprzedaż) może nastąpić przed określoną datą, a w przypadku opcji europejskich w momencie ściśle przez tę datę określonym. Także P. Urbanek (2006) wskazuje różne rodzaje opcji. Zalicza do nich opcje kwalifikowane,

opcje niekwalifikowane, opcje motywacyjne i opcje z premią dla emitenta. Natomiast M. Marcinkowska (2002) wskazała na dwa rodzaje opcji, jakie stosowane są w Stanach Zjednoczonych, tj. opcje niekwalifikowane (ang. *nonqualified stock options*) i opcje motywacyjne (ang. *incentive stock options*). Realizacja opcji motywacyjnych jest przeprowadzana w pewnej sekwencji czasowej i daje możliwość uzyskania ulg podatkowych, ale pod warunkiem spełnienia wymagań określonych w prawie. To zwiększa rzeczywiste dochody uzyskiwane przez menedżerów najwyższego szczebla. Jednak maksymalna wartość akcji przyznawanych w ramach programu opcji na akcje nie może przekraczać z góry określonej kwoty pieniężnej. Jak dodaje M. Marcinkowska, to ograniczenie nie występuje w przypadku opcji niekwalifikowanych. Ponadto ich realizacja daje możliwość potrącen z płaconych przez spółkę podatków. Tej możliwości nie dają opcje motywacyjne. Udział w programie opcji na akcje, niezależnie od tego, czy są to opcje motywacyjne czy niekwalifikowane, daje dwa prawa:

- prawo do uzyskania korzyści w związku ze wzrostem ceny rynkowej akcji od momentu jej przyznania (ang. *stock appreciation right*);
- prawo do zamiany akcji wcześniejszych emisji na nowsze, co wiąże się z możliwością odroczenia podatków i możliwością nabycia akcji bez konieczności zgromadzenia dużych sum pieniężnych (ang. *stock swap right*).

Do kalkulacji wartości opcji na akcje spółki wykorzystywany jest zazwyczaj model Blacka-Scholesa dla opcji europejskich (Geiler i Renneboog, 2010). Ten model i zastosowana w nim kalkulacja dla opcji menedżerskich – jak twierdzą P. Geiler i L. Renneboog – ma poważne ograniczenia. Po pierwsze, zawyżana jest wartość opcji, gdyż zakłada się, że opcja może być wykonana tylko w dniu wygaśnięcia. Po drugie, formuła ta – jak wskazali B. Hall i K. Murphy (2000) – w najlepszym razie może odzwierciedlać koszty spółki, jakie ponosi ona w związku z przyznaniem opcji. Po trzecie, nie zakłada się żadnych ograniczeń dotyczących krótkiej sprzedaży, podczas gdy w praktyce menedżerom najwyższego szczebla nie wolno handlować tymi opcjami. Po czwarte, menedżerowie najwyższego szczebla tracą opcje, kiedy odchodzą ze spółki, co znów zmniejsza koszty związane z przyznaniem tych opcji i zawyża ich wartość zgodnie z formułą Blacka-Scholesa. W efekcie wartość opcji menedżerów najwyższego szczebla jest mniejsza niż w przypadku standaryzowanych opcji finansowych z tą samą bazową wartością, ceną wykonania, zmiennością (ang. *volatility*) i czasem zapadalności. Co więcej, mający niechęć do ryzyka menedżerowie najwyższego szczebla mogą żądać premii za akceptację ryzykownych opcji zamiast bezpiecznych płac podstawowych. Inne modele wyceny opcji to np. model dwumianowy (Coxa-Rossa-Rubinsteina) czy model CEV (ang. *constant elasticity of variance*).

P. Geiler i L. Renneboog (2010) wskazują nie tylko na ograniczenia związane z zastosowaniem formuły wyceny opcji, ale także podkreślają wady przyznawania opcji. Przede wszystkim emisja akcji związanych z przyznanymi opcjami prowadzi do rozwodnienia kapitału akcyjnego spółki. Same opcje prowadzą do aprecjacji cen akcji, ale nie muszą prowadzić do wzrostu całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy. Ten zawiera także dywidendę. Opcje przyznawane menedżerom najwyższego szczebla mogą wpływać na politykę ich wypłat. Menedżerowie, którym przyznano opcje, mają silne bodźce raczej do odkupu akcji niż do wypłaty nadmiaru gotówki w formie dywidend. P. Geiler i L. Renneboog (2010) wskazują na trzy sposoby związane z opcjami, które mogą chronić politykę wypłat dywidend: automatyczny wzrost ceny wykonania opcji, kiedy dywidendy są wypłacane; przekształcenie cen opcji na bazie tej sprzed wypłaty dywidend; a także pozwolenie menedżerom najwyższego szczebla na wypłatę zakumulowanych dywidend przy zapadalności opcji.

Dodatkowo P. Geiler i L. Renneboog (2010) wskazują na jeszcze inną wadę użycia opcji. Menedżerowie, którym przydzielono opcje na akcje, mogą angażować się w bardziej ryzykowne inwestycje, ponieważ wzrost ryzyka finansowego aktywów zwiększa także wartość opcji. Ciekawie w tym kontekście prezentują się analizy przeprowadzone na podstawie założeń teorii agencji przez P. Boltona, J. Scheinkmana i W. Xionga (2003), którzy pokazali, że występowanie niejednorodnych przekonań menedżerów i akcjonariuszy na temat wartości spółki może prowadzić do krótkoterminowej orientacji i krótkowzrocznej perspektywy prezesów spółek. W ich modelu ceny akcji zawierały zarówno długoterminową fundamentalną wartość spółki i krótkoterminowe spekulacyjne komponenty, co odzwierciedlało w dużej mierze nadmierny optymizm inwestorów. Jak stwierdzili, gdy występuje duża niejednorodność w przekonaniach, prezes jest pod wpływem bodźców zachęcających go do podjęcia nieefektywnych projektów, które podnoszą wartość ceny akcji w krótkim okresie. Ta menedżerska krótkowzroczność jest napędzana spekulacyjnymi oczekiwaniami kontrolujących akcjonariuszy. P. Bolton, J. Scheinkman i W. Xiong stwierdzili, że taka sytuacja wymaga interwencji rady zmierzającej do przywrócenia długookresowej orientacji spółki.

Mimo powszechnego występowania, jak wskazują D. Swagerman i E. Terpstra (2007), tradycyjne plany opcji na akcje utraciły częściowo swoje znaczenie na rzecz innych form wynagrodzenia opartych na wzroście udziału we własności menedżerów. W niektórych przypadkach ich forma została też zmodyfikowana. Autorzy ci wskazują w szczególności na plany przekazywania akcji, gdy są osiągnięte określone wyniki finansowe (ang. *performance shares*). Jako najczęściej wykorzystywane wskaźniki wyników finansowych w planach opcji D. Swagerman i E. Terpstra

(2007) uznali wskaźniki zysk na akcje (EPS) i całkowity zwrot dla akcjonariuszy (TSR). Przy czym EPS jest wykorzystywany jako stopa wzrostu tego wskaźnika, natomiast TSR w porównaniu do innych spółek. Same zmiany tradycyjnych planów opcji na akcje dotyczą przede wszystkim uzależnienia ich realizacji od wyników, a także czasu, w jakim takie opcje można nabyć. W tradycyjnych planach opcji ten czas rozpoczynał się od dnia udzielenia. Tylko w nielicznych przypadkach wskazywano na okres wstępny, gdy praw do akcji nie można było wykorzystać.

Generalnie, ponieważ opcje na akcje dają menedżerom prawo, a nie obowiązek do nabycia akcji spółki po określonej cenie, menedżerowie nie są narażeni na ryzyko spadku wartości swojego majątku. Stąd opcje na akcje są narzędziem zmniejszania menedżerskiej awersji do ryzyka i motywującym menedżerów, aby ci podejmowali projekty wiążące się z większym ryzykiem, a w efekcie prowadzące do większej stopy zwrotu z akcji (Wright, Kroll, Krug i Pettus, 2007). Co więcej, są narzędziem długoterminowych wypłat (Guay, 1999). W rezultacie immanentną cechą zarówno wzrostu majątku wynikającego z posiadania opcji, jak i własności menedżerskiej są długi horyzont czasowy i większa niepewność. Oba te mechanizmy mają ten sam cel i powinny być pozytywnie skorelowane, choć inaczej są powiązane z ryzykiem. Majątek menedżerów zmniejsza wartość, gdy ceny akcji spadają, a opcje na akcje mogą nie być w tym przypadku po prostu wykorzystane. T. Alessandri, T. Tong i J. Reuer (2012) wskazują, że utrzymywanie opcji na akcje i własność menedżerska mają pozytywny efekt na wzrost wartości opcji.

Przekazywanie akcji w oparciu o wyniki czasami łączy się z długoterminowymi planami motywacyjnymi (ang. *Long Term Incentives Plans*). Początkowo na dużą skalę były one wprowadzone w Wielkiej Brytanii, a później rozprzestrzeniły się w innych krajach, także w Stanach Zjednoczonych. W typowym planie akcje są przekazywane po upływie jakiegoś czasu, np. trzech lat, oczywiście pod warunkiem, że osiągnięto założone wyniki finansowe. R. Harrison (2011) na podstawie analiz przeprowadzonych w 2011 r. i po przeglądzie programów wynagrodzeń 200 największych amerykańskich spółek publicznych wskazał, że w 43 z nich wynagrodzenia prezesów zarządów opierają się o przyszłe wyniki finansowe. Same długoterminowe plany motywacyjne mogą przybierać różne formy, np. wypłat pieniężnych lub wieloletnich wypłat w formie akcji czy też w formie 5–10-letnich opcji na akcje.

Wspomagającą i niepieniężną formą wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla są korzyści dodatkowe (ang. *perquisites* lub *perks*), takie jak: uczestnictwo w różnych imprezach rozrywkowych, samochody służbowe, wyżywienie na koszt spółki, podróże, osobiste telefony służbowe i wiele innych (Adithipyangkul, Alon i Zhang, 2011). Świadczenie

dotatkowe jako forma wynagradzania jest z jednej strony tym czynnikiem wykorzystywanym do podnoszenia kosztów agencji (Jensen i Meckling, 1976), ale z drugiej niektóre opracowania wskazywały na korzyści związane z ich wykorzystywaniem, a wśród nich: oszczędności podatkowe, oszczędności kosztów, wzrost produktywności czy zmniejszanie rotacji na stanowiskach kierowniczych (Fama, 1980; Long i Scott, 1982; Rajan i Wulf, 2006). M. Jensen i W. Meckling (1976) stwierdzili, że kiedy właściciele-menedżerowie sprzedają publicznie swoje akcje (nieoznaczonym, zewnętrznym akcjonariuszom) i redukują swój stan posiadania poniżej 100% udziału we własności, to wzrasta zachęta do konsumowania przez nich zasobów spółki w formie świadczeń dodatkowych i zwiększania w ten sposób ich osobistych korzyści. P. Adithipyangkul, I. Alon i T. Zhang (2011), podążając za rozważaniami E. Famy (1980), dodali jednak, że dodatkowe świadczenia mogą być formą motywowania menedżerów będącą substytutem wynagrodzenia pieniężnego, która jest mniej widoczna dla opinii publicznej i której wykorzystanie może pomagać w budowaniu relacji z interesariuszami. Nic dziwnego, że niektórzy autorzy, jak A. Marino i J. Zábójník (2008), wskazywali, że optymalna forma wynagrodzeń składa się zarówno z wynagrodzenia w formie pieniężnej, jak i świadczeń dodatkowych.

Autorzy zajmujący się świadczeniami dodatkowymi menedżerów najwyższego szczebla dostrzegają w nich również substytut wynagrodzenia pieniężnego i podkreślają, że czym wyższe te świadczenia, tym niższe może być wynagrodzenie w formie pieniężnej (Adithipyangkul, Alon i Zhang, 2011). Tym samym produktywne świadczenia dodatkowe powinny działać motywująco na menedżerów najwyższego szczebla i wpływać na poprawę wyników spółek. Badania na temat relacji pomiędzy wielkością świadczeń dodatkowych a wynikami spółek przyniosły jednak, jak wiele badań na temat skuteczności różnych mechanizmów ładu korporacyjnego, niejednoznaczne rezultaty. D. Yermack (2006) analizował dane na temat wykorzystania tych świadczeń w amerykańskich spółkach. Dotyczyły one użycia przez prezesów spółek firmowych odrzutowców, które w wielu amerykańskich opracowaniach stały się symbolem nadmiernych świadczeń na rzecz menedżerów najwyższego szczebla (Borokhovich, Brunarski i Parrino, 1997; Persons, 1994). Wystarczy wspomnieć, że zdarzały się przypadki nabycia korporacyjnego odrzutowca przez prezesa nawet z 99% zniżką (Hall i Liebman, 1998), a wykorzystywanie korporacyjnych odrzutowców odegrało ważną rolę w czasie oskarżeń o nadużycia menedżerskie w wielu spółkach, np. w spółce Adelpia Communications. W każdym razie w swoich badaniach D. Yermack zaobserwował negatywne związki pomiędzy dodatkowymi świadczeniami a zwrotem dla akcjonariuszy.

Takie wyniki pokazywały, że świadczenia dodatkowe nie są mechanizmem optymalnego kontraktowania menedżerów, ale raczej instrumentem tworzącym koszty agencji. Przeprowadzona przez D. Yermacka analiza regresji wskazywała na istnienie statystycznie istotnych związków pomiędzy wysokością świadczeń prezesów a ich wynagrodzeniem czy udziałem we własności. Istotne statystycznie były także związki pomiędzy tym świadczeniem a niektórymi charakterystykami prezesów, np. długością czasu członkostwa w klubie golfowym. W przeciwieństwie do D. Yermacka, R. Rajan i J. Wulf (2006) w swoich badaniach traktowali świadczenia dodatkowe jako narzędzie optymalnego kontraktowania. Ich badania pokazały, że przynajmniej w warunkach amerykańskich, świadczenia dodatkowe mogą usprawniać i poprawiać pracę prezesów spółek. Na przykład wykorzystanie samolotu służbowego, o czym pisał D. Yermack, może być uzasadnione, a nawet konieczne, gdy siedziba spółki jest ulokowana w mniejszej miejscowości i oddalona od dużego lotniska, a dodatkowo operacje spółki są rozproszone geograficznie. Również P. Adithipyangkul, I. Alon i T. Zhang (2011), badając chińskie spółki, stwierdzili, że świadczenia dodatkowe są pozytywnie powiązane z bieżącymi i przyszłymi wartościami wskaźnika ROA, co wskazuje, jak podkreślili autorzy, że niektóre rodzaje świadczeń dodatkowych mogą motywować menedżerów najwyższego szczebla, poprawiać warunki ich pracy i przyczyniać się do poprawy wyników spółek.

W badaniach opisywanych w niniejszym opracowaniu przeprowadzono jednak tylko te dotyczące relacji pomiędzy własnością menedżerską a stosowaniem w polskich spółkach publicznych form wynagradzania opartych na kapitale. Tej relacji dotyczy też kolejna hipoteza.

Hipoteza 15

Własność menedżerska wpływa na stosowanie w spółkach programów wynagradzania opartych na kapitale.

5.4. Polityka wypłat dywidend w spółkach oraz wpływ na te wypłaty własności menedżerskiej

Właściciele-menedżerowie mają duży wpływ na politykę dywidend, a równocześnie mogą uzyskiwać część dochodów w tej formie. Generalnie badanie czynników wpływających na politykę dywidend w nowoczesnych

spółkach publicznych jest jednym z podstawowych obszarów rozważań finansów spółek, ale ma również znaczenie dla ładu korporacyjnego oraz zarządzania spółkami. Podstawowe dwa pytania, jakie w związku z tą polityką się pojawiają, brzmią (i) czy wypłacać dywidendy oraz (ii) jak duże dywidendy wypłacać (Truong i Heaney, 2007). Punktem wyjścia dla wielu rozważań, które mają doprowadzić do odpowiedzi na nie, jest twierdzenie M. Millera i F. Modiglianiego (1961), które głosi, iż dywidendy oraz zyski kapitałowe są idealnymi substytutami na doskonałych rynkach kapitałowych. M. Miller i F. Modigliani sformuowali przy tym koncepcję nieistotności dywidend i twierdzili, że ich wypłata nie ma wpływu na cenę akcji, wartość spółki i koszt kapitału. Ta koncepcja opiera się jednak na wielu założeniach, które są wręcz niemożliwe do spełnienia. Należą do nich: nieistnienie podatków, brak kosztów transakcyjnych, identyczne preferencje inwestorów w odniesieniu do dywidend i zysków kapitałowych, niezależność polityki inwestycyjnej i polityki dywidend spółki, a także asymetria informacyjna pomiędzy inwestorami i menedżerami. W tym miejscu warto podkreślić, że tę idealną substytucyjność pomiędzy dywidendami a zyskami kapitałowymi może zaburzyć system podatkowy i występujące w nim różnice w opodatkowaniu obu tych form. Dywidendy są zazwyczaj wyżej opodatkowane niż zyski kapitałowe. Należy jednak wspomnieć, że – jak podkreślili W. Breuer, M. Riegler i K. Soypak (2014) – w ostatnich latach w niektórych państwach sposób opodatkowania zaczął się zmieniać na korzyść dywidend. Tym niemniej wciąż bardziej powszechne wyższe opodatkowanie dywidend sprawia, iż mogłoby się wydawać, że ich wypłata jest pozbawiona sensu. F. Black (1976) nazwał opisywane tu zjawisko łamigłówką dywidendową (ang. *dividend puzzle*).

Problem łamigłówki dywidendowej opisał w Polsce np. P. Sekuła (2003). Otóż ta łamigłówka zakłada, że na podział zysku wpływają trzy strony mające odmienne interesy: menedżerowie, obecni akcjonariusze i potencjalni inwestorzy. Menedżerowie są zainteresowani pozostawieniem zysków w spółce i ich reinwestycją. Jak pokazują badania i zostało to wspomniane wcześniej, ich wynagrodzenia są przecież powiązane z wielkością spółek. Akcjonariusze są niejednorodną grupą i mają różne preferencje wynikające również z różnych przewidywanych okresów inwestycji w akcje spółki. Ci, którzy przyjmują dłuższy horyzont czasowy tej inwestycji, mogą skłaniać się ku reinwestowaniu zysków, licząc na wzrost wartości akcji w przyszłości. Jeżeli jednak obawiają się, że najbliższy okres jest naznaczony zbyt dużą niepewnością, to będą preferowali wypłatę dywidend, gdyż uznają, że zyski kapitałowe są zbyt ryzykowne. Bardziej jednoznacznie zachowują się obecni i potencjalni inwestorzy, którzy przyjmują krótki okres inwestycji w walory spółki. Będą oni preferowali wypłatę jak najwyższych dywidend w najbliższym czasie.

Zastanawiając się nad rozwiązaniem zagadki dywidend, za kolejny czynnik, który może mieć wpływ na jej politykę w spółkach, uznano asymetrię informacji. Stwierdzono przy tym, iż inwestorzy, którzy z natury posiadają – jak zakłada teoria agencji – gorszy dostęp do informacji o spółce niż menedżerowie, mogą postrzegać dywidendy jako sygnał mówiący o wzroście zyskowności spółki w przyszłości (Kumar, 1988). Teoria agencji wyjaśniła przy tym substytucyjny efekt zachodzący pomiędzy wypłatą dywidend a inwestowaniem przez menedżerów wolnych środków pieniężnych. Zakłada ona, iż menedżerowie mogą inwestować te wolne środki w projekty o ujemnej wartości bieżącej netto po to, aby zwiększyć własne korzyści w wyniku wzrostu wielkości spółki i swojej władzy. Przeciwdziałać temu przeinwestowaniu można właśnie poprzez wypłatę dywidend. Przeprowadzone później badania wskazały jeszcze inny element zagadki dywidend. Odniosły się one do nabycia akcji własnych przez spółki. Wielu autorów podkreślało, że również ono jest substytutem wypłat dywidend (Brav, Graham, Harvey i Michaely, 2005; Grullon i Michaely, 2002; Kaźmierska-Jóźwiak, 2013).

Wypłata dywidend może także spowodować ryzyko straty poprzez redukcję wartości aktywów, które są dostępne dla wierzycieli. Stąd A. Kalay (1982) sugerował, iż ograniczenie wypłaty dywidend jest wstępnym warunkiem pozyskania zewnętrznych środków finansowania. Na tej podstawie można stwierdzić, że spółki z wysokimi wskaźnikami zadłużenia będą preferowały niskie stopy wypłat dywidend. To stwierdzenie pojawiało się również w wielu innych opracowaniach. Na przykład E. Fama i K. French (2002) stwierdzili, że stopa wypłat dywidend jest funkcją zadłużenia i możliwości inwestycyjnych spółki, a T. Truong i R. Heaney (2007) potwierdzili, iż spółki chętniej wypłacają dywidendy, gdy ich zyski są wysokie, zadłużenie jest niskie, a przy tym niewielkie są też ich możliwości inwestycyjne.

Wszystkie wyżej opisane czynniki stanowią tylko część wyjaśnienia różnicowania polityki dywidend spółek. Teoria opisuje na przykład preferowanie przez niektórych inwestorów niemalejących dywidend (Lintner, 1963) czy też sugeruje wyższą krańcową skłonność do konsumowania dywidend zamiast zysków kapitałowych (Baker, Nagel i Wurgler, 2007). To może wskazywać, że inwestorzy nie traktują dywidend jako substytutów zysków kapitałowych i dążą do nich z zupełnie innych powodów, a mianowicie z powodu ograniczonego dostępu do informacji.

Istotną rolę w zrozumieniu i w wielu rozważaniach na temat polityki dywidend w spółkach odegrała również teoria wróbla w garści (ang. *the bird-in-the-hand theory*). Opiera się ona na założeniu, że wypłata dywidend jest mniej ryzykowna dla inwestorów niż zyski kapitałowe, a w konsekwencji prowadzi również do wzrostu wartości akcji (Bhattacharya,

1979). J. Ohlson (1955) zaznaczył jednak, że chociaż ta teoria może odzwierciedlać poglądy menedżerów najwyższego szczebla, to została w dużym stopniu odrzucona w rozważaniach na korzyść założenia, że cena rynkowa akcji odzwierciedla głównie wartość księgową i nietypowe dochody (ang. *abnormal earnings*).

Równie ważną rolę w wyjaśnianiu polityki dywidend w spółkach odegrała kolejna teoria, a mianowicie teoria klienteli podatkowej (ang. *tax clientele theory*) czy inaczej efekt klienteli. Ten efekt jest istotny, gdy dywidenda jest wliczana do podstawy opodatkowania progresywnym podatkiem od dochodu (Gajdka i Walińska, 2000). Wtedy inwestorzy płacący podatki w niższych przedziałach mogą preferować wypłatę dywidend, a inwestorzy płacący podatki w wyższych przedziałach będą preferowali korzyści związane z zatrzymaniem kapitału w spółkach. Efekt klienteli wyjaśnia przede wszystkim sposób podejmowania decyzji dotyczący wyboru przez spółki polityki wypłat dywidend i sposób przyciągania określonych grup inwestorów. Same wyniki badań na temat efektu klienteli nie są jednoznaczne. Na przykład, w Stanach Zjednoczonych pomimo korzyści podatkowych dla inwestorów indywidualnych, które wspierają zyski kapitałowe, badania pokazują, że sami akcjonariusze mogą preferować raczej dywidendy gotówkowe w formie stosunkowo małych wypłat (Brennan i Thakor, 1990; Wang, Manry i Wandler, 2011). Natomiast inne badania pokazują, że nawet przy takim samym opodatkowaniu dywidend i korzyści ze wzrostu wartości akcji inwestorzy będą przede wszystkim preferowali odracanie płacenia podatków (Mann, 1989).

Ten problem uzupełnia jednak częściowo teoria sygnałów, wskazując, iż wypłata dywidend dostarcza częściowo informacji inwestorom na temat oczekiwanych przyszłych wyników spółek (Ofer i Thakor, 1987). Jednak zastosowanie tej teorii do wyjaśnienia relacji pomiędzy przyszłymi wynikami a wypłatą dywidend w spółkach budzi wiele wątpliwości. O ile jest jasne, że inwestorzy wykorzystują politykę dywidend jako źródło informacji o kondycji spółki, to nie ma tej jasności, dlaczego menedżerowie najwyższego szczebla mieliby wykorzystywać politykę dywidend do wysyłania inwestorom sygnałów, skoro istnieją mniej kosztowne dla spółek sposoby ich wysyłania (Robinson, 2006; Wang, Manry i Wandler, 2011).

Do polityki dywidend odnosiła się, jak już wspomniano, również teoria agencji. Uznała ona, że polityka dywidend może być mechanizmem łagodzenia konfliktu interesu pomiędzy menedżerami najwyższego szczebla i właścicielami spółek (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Jak sugeruje ta teoria, jeśli zyski nie są wypłacane akcjonariuszom, to mogą one zostać wykorzystane przez menedżerów najwyższego szczebla do celów osobistych (np. w formie dodatkowych korzyści) lub do inwestowania w nierentowne projekty. Tym samym spółki, w których konflikt agencji

występuje, mogą wypłacać mniejsze dywidendy. Akcjonariusze, jak wskazuje ta teoria, są grupą, która może zmniejszyć zagrożenie niewłaściwego wykorzystania środków finansowych spółek zarówno poprzez skuteczny monitoring, jak i dążenie do wypłat dywidend. K. Dewenter i V. Warther (1998) stwierdzili, że wypłaty dywidend prowadzą do premii cenowych akcji, gdyż przekonują akcjonariuszy, iż w spółkach jest mniejsze zagrożenie marnowania przez menedżerów najwyższego szczebla wolnych przepływów pieniężnych. Dlatego jeśli rynek kapitałowy jest efektywny, to wypłata dywidend powinna być powiązana z wyższymi cenami akcji.

Teoria agencji wskazuje również, że wpływ na występowanie konfliktu agencji, a w efekcie na politykę dywidend ma rodzaj inwestorów. H. Short, H. Zhang i K. Keasey (2002) potwierdzili empirycznie na próbie spółek brytyjskich, że inwestorzy instytucjonalni preferują politykę wypłat dywidend. Odwrotna zależność – jak dodali – występuje natomiast pomiędzy tą polityką a własnością menedżerską. Ci właściciele preferują politykę zatrzymywania zysków. T. Truong i R. Heaney (2007) podkreślili, że dominujący inwestorzy, co jest oczywiste, mają wpływ na politykę dywidend, ale jak dodatkowo przyznali, charakter tego wpływu jest odzwierciedleniem konfliktu agencji, a działania dominujących akcjonariuszy i ich rola w monitorowaniu menedżerów odgrywają substytucyjny charakter w stosunku do polityki dywidend. W podobny sposób na ten substytucyjny charakter zwrócił uwagę również M. Rozeff (1982).

Można zatem stwierdzić, że zgodnie z wcześniejszymi badaniami stopień koncentracji własności i struktury własnościowe wpływają na preferowanie przez spółki polityki wypłat dywidend (Gugler i Yurtoglu, 2003; Truong i Heaney, 2007). Powodów tego jest wiele. Na przykład finansowi inwestorzy instytucjonalni mogą preferować wypłatę dywidend z powodów podatkowych zgodnie z efektem klienteli (Allen, Bernardo i Welch, 2000) bądź to w celu zachowania ciągłości działania (Barclay, Holderness i Sheehan, 2006) czy też samej roztropności w myśl zasady „wróbla w garści” (Grinstein i Michaely, 2005). Na podstawie tej zasady nie brakowało również stwierdzeń odwrotnych, że to sama polityka wypłat dywidend może wpływać na strukturę własności spółek (Grinstein i Michaely, 2005). T. Truong i R. Heaney (2007) stwierdzili, że możliwe jest, iż kształtując politykę dywidend, menedżerowie najwyższego szczebla chcą zachęcić największych akcjonariuszy do utrzymywania ich aktywów w spółkach. Przytoczone założenie raczej jest trudne do przyjęcia, gdy własność jest skoncentrowana i to raczej dominujący akcjonariusze, a nie tylko suwerennie menedżerowie najwyższego szczebla decydują o wysokości dywidend. Jeszcze inaczej ten problem wygląda, gdy właścicielami spółki są sami menedżerowie najwyższego szczebla. Oni raczej będą dążyli do uzyskania renty (ang. *rent extraction*) związanej ze

swoją uprzywilejowaną pozycją (Grossman i Hart, 1988). Tym samym, jak wskazano, będą raczej preferowali zyski zatrzymane, a nie wypłatę dywidend.

Badania na temat wypłat dywidend zgodnie z założeniami teorii agencji przeprowadził również H. Zhang (2008) na próbie 123 spółek notowanych na giełdach chińskich, w tym przeprowadził oddzielnie analizy dla spółek notowanych w Szanghaju i Szenzen oraz na giełdzie w Hongkongu. Próby te zostały rozdzielone, gdyż w rzeczywistości funkcjonują one w odmiennych warunkach instytucjonalnych, a spółki z Hongkongu cechują chociażby bardziej skoncentrowane struktury własnościowe i większa władza menedżerów. Te badania pokazały, że własność menedżerska wpływa negatywnie na wypłaty dywidend w obu analizowanych grupach, choć ta relacja jest silniejsza w spółkach z giełd w Szanghaju i Szenzen, co – jak podkreślił autor – pokazuje również, że większy wpływ menedżerów na organy statutowe spółek kreuje poważniejszy problem agencji. Również T. Truong i M. Heaney (2006) w swoich międzynarodowych badaniach, które objęły 8279 spółek publicznych z 37 państw (nie było wśród nich polskich spółek) stwierdzili, że spółki mają mniejszą tendencję do wypłat dywidend, gdy największym akcjonariuszem są menedżerowie (insiderzy). Wcześniej inne badania przeprowadzili D. Schooley i L. Barney (1994) na próbie 235 amerykańskich spółek z sektorów przemysłowych. Ich empiryczne analizy wskazywały na istnienie niemonotonicznej zależności pomiędzy udziałem we własności prezesa zarządu a stopą dywidend. Są one negatywnie powiązane przy niskim poziomie własności, a pozytywnie przy wysokim udziale. Ich dane wskazywały, że minimalna stopa dywidend występuje, gdy udział we własności prezesa wynosi 14,9%.

Badania pokazują również, że polityka dywidend może różnić się w poszczególnych krajach (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny, 1998). Dostarczyły one także istotnych dowodów, że stabilna polityka dywidend przy zastosowaniu stałych wielkości wskaźnika dywidenda na akcję jest bardziej powszechne w gospodarkach rozwiniętych (Leithner i Zimmermann, 1993; Partington, 1984). Efekt stałych dywidend jest mniej popularny w krajach rozwijających się, gdzie częściej wskaźnik dywidenda na akcję jest uzależniony od wzrostu lub spadku zysków (Kester i Mansor, 1996; Wang, Manry i Wandler, 2011).

Generalnie na podstawie wcześniejszych wyników badań przeprowadzonych na świecie można postawić kolejną hipotezę.

Hipoteza 16

Własność menedżerska wpływa negatywnie na wypłaty dywidend w polskich spółkach publicznych.

ROZDZIAŁ VI

WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W POLSKICH SPÓŁKACH PUBLICZNYCH – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

6.1. Metodyka badań

Badania, które są prezentowane w niniejszym rozdziale, przeprowadzono na próbie polskich spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie i dotyczą lat 2008–2013. Pierwotna próba liczyła 1988 obserwacji w 397 spółkach. Lista tych spółek znajduje się w załączniku 2. Ze względu na braki danych liczba analizowanych przypadków w poszczególnych badaniach różniła się. Niektóre badania przeprowadzane były również w krótszych okresach czasu. Szczegółowe wskazania na temat okresu oraz liczby analizowanych przypadków przedstawiono w trakcie opisu poszczególnych badań.

Do analiz wykorzystano 38 zmiennych. 5 zmiennych opisujących struktury własnościowe (własność menedżerska, własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa 1, własność państwa 2, własność zagranicznych inwestorów), 10 zmiennych opisujących rady nadzorcze (liczebność rady nadzorczej, aktywność rady nadzorczej, różnorodność rady nadzorczej 1, różnorodność rady nadzorczej 2, liczba kobiet w radzie nadzorczej, liczba komitetów rady nadzorczej, powołanie komitetu do spraw audytu, powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń, zapis na temat niezależności w statucie spółki, ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej), 10 zmiennych opisujących zarządy (liczebność zarządu, różnorodność zarządu 1, różnorodność zarządu 2, liczba kobiet w zarządzie, rotacje na stanowisku prezesa zarządu, zmiany w zarządzie, wiek prezesa spółki, liczba lat sprawowania funkcji przez prezesa, wynagrodzenie członków zarządu, wdrażanie programu motywacyjnego opartego na kapitale), 7 zmiennych opisujących wyniki spółek (wskaźnik Q Tobina, rentowność aktywów, współczynnik intelektualnej wartości dodanej, efektywność kapitału

ludzkiego, efektywność kapitału strukturalnego, efektywność kapitału zaangażowanego, efektywność kapitału intelektualnego) i 6 innych zmiennych (wielkość spółki, zadłużenie spółki, debiut giełdowy, wypłata dywidend, sektor, działalność eksportowa). W różnych modelach służących do testowania hipotez wykorzystano różne konfiguracje zmiennych. Ich definicje znajdują się w załączniku 1.

Dane wykorzystane w opisanych tu badaniach pochodziły ze skonsolidowanych i jednostkowych rocznych raportów spółek, sprawozdań rad nadzorczych, raportów na temat stosowania zasad zawartych w dokumencie *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, statutów spółek, tabel notowań akcji i ogólnodostępnych baz danych (np. na stronach www.bankier.pl oraz <http://mojeinwestycje.interia.pl/gie/narzedzia/dywidendy>). Na podstawie zawartych tam informacji tworzono osobne bazy danych, a później analizowano je. W zależności od liczby lat i sposobu pomiaru zmiennych zależnych do tych analiz wykorzystywano: analizy danych panelowych (model z efektem ustalonym), analizy regresji wielorakiej, analizy regresji Poissona lub analizy regresji logitowej. Ponadto w analizie danych wykorzystano statystyki opisowe, tj. średnią arytmetyczną, medianę, odchylenie standardowe, wartości minimalne i wartości maksymalne.

Przegląd wcześniejszych badań na temat wpływu własności menedżerskiej na różne aspekty funkcjonowania spółek pozwolił na postawienie 16 hipotez, które są weryfikowane w niniejszym rozdziale. Były to:

- H1: Własność menedżerska wpływa pozytywnie na poziom internacjonalizacji działalności spółek.
- H2: Własność menedżerska wpływa na wyniki finansowe polskich spółek publicznych. Związek pomiędzy nimi nie ma jednak charakteru monotonicznego.
- H3: Relacje pomiędzy własnością menedżerską i efektywnością kapitału intelektualnego są pozytywne.
- H4: Udział we własności menedżerów najwyższego szczebla wpływa negatywnie na rotacje na stanowiskach prezesów zarządów spółek.
- H5: Wielkość udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla ma wpływ na relacje pomiędzy wynikami spółek a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów.
- H6: Własność menedżerska wpływa negatywnie na aktywność rad nadzorczych.
- H7: Własność menedżerska wpływa negatywnie na liczebność rad nadzorczych.
- H8: Własność menedżerska wpływa pozytywnie na liczebność zarządów spółek.

- H9: Własność menedżerska wpływa pozytywnie na różnorodność zarządów pod względem płci.
- H10: Własność menedżerska wpływa pozytywnie na różnorodność rad nadzorczych pod względem płci.
- H11: Własność menedżerska wpływa negatywnie na niezależność w radach nadzorczych polskich spółek publicznych.
- H12: Własność menedżerska wpływa negatywnie na powoływanie komitetów do spraw audytu.
- H13: Własność menedżerska wpływa negatywnie na powoływanie komitetów do spraw wynagrodzeń.
- H14: Własność menedżerska wpływa pozytywnie na wysokość wynagrodzeń członków zarządów.
- H15: Własność menedżerska wpływa na stosowanie w spółkach programów wynagradzania opartych na kapitale.
- H16: Własność menedżerska wpływa negatywnie na wypłaty dywidend w polskich spółkach publicznych.

Do postawienia powyższych hipotez, jak i wyjaśnienia związków w nich założonych posłużono się głównie teorią agencji. Za każdym razem korzystano jednak z dorobku innych teorii, chcącoby z dorobku teorii zależności zasobowej do wyjaśnienia relacji pomiędzy własnością menedżerską a różnorodnością organów statutowych, teorii hegemonii menedżerskiej do wyjaśnienia związków pomiędzy własnością menedżerską i aktywnością rad nadzorczych czy teorii sygnałów do opisanie relacji pomiędzy własnością menedżerską a polityką dywidend polskich spółek publicznych.

6.2. Własność menedżerska a poziom internacjonalizacji polskich spółek publicznych

Badania dotyczące relacji pomiędzy własnością menedżerską a poziomem internacjonalizacji polskich spółek publicznych dotyczyły tylko jednego z jej aspektów, a mianowicie przychodów uzyskiwanych przez spółki z działalności eksportowej i ich udziału w przychodach ze sprzedaży. M.-J. Oesterle, H. Richta i J. Fisch (2013) podkreślili, że taki sposób pomiaru strategii internacjonalizacji jest najczęściej wykorzystywany w badaniach empirycznych. W skład próby badawczej wchodziły spółki z sektorów niefinansowych notowane

na GPW w Warszawie w 2013 r. Po usunięciu z próby obserwacji, które zawierały braki danych, analizowano łącznie dane pochodzące z 253 spółek.

W tabeli 12 znajdują się wartości średniej arytmetycznej, mediany, odchylenia standardowego, a także wartość minimalna i wartość maksymalna udziału przychodów z działalności eksportowej w przychodach od klientów zewnętrznych. Średnia arytmetyczna tego udziału wyniosła 21,72% (w tabeli przedstawiona w ułamkach dziesiętnych), a mediana 12,87%. Najwyższą wartość zarówno średniej arytmetycznej, jak i mediany zaobserwowano, gdy menedżerowie nie posiadali udziału we własności. Wynosiły one odpowiednio 25,98% oraz 18,64%. Najniższą natomiast, gdy własność menedżerska mieściła się w przedziale od 60,01% do 80%. Wynosiły one odpowiednio 13,12% oraz 4,38%. Wstępna analiza danych wskazuje, że własność menedżerska może być negatywnie powiązana z udziałem przychodów z eksportu w przychodach ogółem, co byłoby niezgodne z założoną hipotezą.

Tabela 12. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a działalnością eksportową polskich spółek publicznych – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	0,2598	0,1864	0,2588	0,0000	0,9621	60
0,01–20,00	0,2292	0,1177	0,2448	0,0000	0,8792	102
20,01–40,00	0,1673	0,0770	0,2090	0,0000	0,8137	36
40,01–60,00	0,2371	0,1551	0,2643	0,0000	0,9694	24
60,01–80,00	0,1312	0,0438	0,1431	0,0000	0,4191	26
80,01–100,00	0,1728	0,0746	0,1901	0,0000	0,4744	5
Razem	0,2172	0,1287	0,2396	0,0000	0,9664	253

Źródło: opracowanie własne

Opisaną powyżej analizę uzupełniono o analizę regresji wielorakiej. Zmienną zależną w niniejszym badaniu była zmienna działalność eksportowa, natomiast zmienną niezależną własność menedżerska. W modelu znalazły się również zmienne kontrolne: własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa I, liczebność rady nadzorczej, liczebność

zarządu, zadłużenie spółki oraz wielkość spółki. Co więcej, wprowadzono do niego także zmienne zero-jedynkowe opisujące przynależność spółki do sektora. Na podstawie klasyfikacji GPW w Warszawie wyróżniono tu sektory: handel detaliczny, handel hurtowy, budownictwo, usługi informatyczne, usługi hotelowe i restauracyjne, media, usługi telekomunikacyjne, usługi deweloperskie, usługi inne, przemysł paliwowy, przemysł surowcowy, przemysł chemiczny, przemysł energetyczny, przemysł elektromaszynowy, przemysł drzewny, przemysł farmaceutyczny, przemysł lekki, przemysł materiałów budowlanych, przemysł metalowy, przemysł motoryzacyjny, przemysł spożywczy, przemysł tworzyw sztucznych i przemysł inny.

Przeprowadzona analiza regresji wielorakiej, której wyniki znajdują się w tabeli 13, nie pozwoliła na potwierdzenie założonej hipotezy. Jak wskazywała wstępna analiza, zależność pomiędzy własnością menedżerską a poziomem internacjonalizacji (działalnością eksportową) polskich spółek publicznych była, co prawda, negatywna, ale nie potwierdzono, aby była ona równocześnie istotna statystycznie. W analizowanym modelu występowały jedynie statystycznie istotne zależności pomiędzy niektórymi zmiennymi kontrolnymi a zmienną zależną. Własność państwowa 1 była w sposób istotny statystycznie i negatywnie powiązana z działalnością eksportową ($\beta = -0,1332$, $p < 0,1$). Natomiast relacje pomiędzy wielkością spółki a działalnością eksportową były pozytywne i istotne statystycznie ($\beta = 0,0263$, $p < 0,05$). Przeprowadzone analizy pokazały również kilka istotnych statystycznie zależności pomiędzy zmiennymi zero-jedynkowymi opisującymi sektora a zmienną zależną. Dotyczyły one następujących sektorów: handlu detalicznego, budownictwa, usług hotelowych i restauracyjnych, usług telekomunikacyjnych, usług deweloperskich, innych usług, przemysłu energetycznego, przemysłu spożywczego oraz innego przemysłu.

Można zatem podsumować, że przeprowadzone analizy nie dają podstaw do stwierdzenia relacji pomiędzy własnością menedżerską a poziomem internacjonalizacji (działalności eksportowej). Ta zależność była jedyną badaną w niniejszej pracy relacją odnoszącą się do strategii spółek. Warto jeszcze raz w tym miejscu podkreślić, iż badania ilościowe wpływu struktur własnościowych, w tym udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla, na strategię spółek są niezwykle trudne do przeprowadzenia ze względu na dostępność danych. Wraz ze wzrostem transparentności funkcjonowania polskich spółek publicznych mogą one jednak stać się ważnym obszarem analiz. Pokazuje to przedstawiony we wcześniejszej części niniejszej pracy przegląd badań światowych.

Tabela 13. Relacja pomiędzy własnością menedżerską a działalnością eksportową spółek – wyniki analizy regresji

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna działalność eksportowa
1	2
Własność menedżerska	-0,0611 (0,0548)
Własność inwestorów instytucjonalnych	-0,0340 (0,0868)
Własność państwa 1	-0,1332† (0,0723)
Liczebność rady nadzorczej	-0,0006 (0,0127)
Liczebność zarządu	0,0169 (0,0133)
Zadłużenie spółki	0,0114 (0,0133)
Wielkość spółki	0,0263* (0,0106)
Handel detaliczny	-0,4513* (0,2008)
Handel hurtowy	-0,3992 (0,1988)
Budownictwo	-0,4001* (0,2015)
Usługi informatyczne	-0,4254 (0,1885)
Usługi hotelowe i restauracyjne	-0,5109* (0,2082)
Media	-0,2320 (0,2073)
Usługi telekomunikacyjne	-0,4677* (0,2378)
Usługi deweloperskie	-0,5639** (0,2105)
Usługi inne	-0,3732* (0,2026)
Przemysł paliwowy	-0,3101 (0,2527)
Przemysł surowcowy	-0,2251 (0,3124)

1	2
Przemysł chemiczny	-0,1095 (0,2122)
Przemysł energetyczny	0,5882** (0,2258)
Przemysł elektromaszynowy	-0,2062 (0,2072)
Przemysł drzewny	-0,2101 (0,2191)
Przemysł farmaceutyczny	0,2798 (0,2024)
Przemysł lekki	-0,2013 (0,2385)
Przemysł materiałów budowlanych	-0,2547 (0,2072)
Przemysł metalowy	-0,0959 (0,2087)
Przemysł motoryzacyjny	0,1300 (0,2067)
Przemysł spożywczy	-0,3583† (0,2091)
Przemysł tworzyw sztucznych	-0,0483 (0,2106)
Przemysł inny	-0,4673* (0,1973)
Skorygowane R-kwadrat	0,3433
N	253

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

6.3. Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych

Rezultaty własnych badań empirycznych zamieszczone w niniejszej części uzupełniają wcześniej przedstawione polskie i światowe badania na temat relacji pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a wynikami finansowymi spółek. Światowe badania pokazały, że taka relacja może istnieć, ale nie musi mieć charakteru monotonicznego.

W dotychczasowych polskich badaniach tej zależności nie potwierdzono. Do jej analizy w niniejszym badaniu jako zmienne opisujące wyniki finansowe wykorzystano dwie ich miary, tj. wskaźnik rentowności aktywów (ROA) i wskaźnik Q Tobina. To badanie przeprowadzono na próbie spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie pomiędzy 2008 i 2013 r. Po każdorazowym usunięciu obserwacji, które zawierały braki danych na temat różnych zmiennych zależnych i kontrolnych, analizowano od 1787 do 1925 obserwacji przeprowadzonych w 393 spółkach.

Jak wspomniano w trakcie przeglądu badań, szczególnie często i w różnym kontekście w badaniach empirycznych wykorzystuje się wskaźnik Q Tobina. Posłużył on do oceny wielu różnych zjawisk zachodzących w spółkach i ich otoczeniu. K. Campbell i A. Minguez-Vera (2008) przytoczyli szereg badań, w których go wykorzystano. Były to badania na temat: koncentracji sektora, dywersyfikacji spółek, wydatków na b+r, własności menedżerskiej czy relacji pomiędzy strukturami a wynikami oraz – jak dodali – wiele innych. Sami wykorzystali go do analizy wpływu różnorodności organów statutowych na wyniki spółek. Wskaźnik Q Tobina jest także – jak opisują np. D. Andriessen (2004) oraz G. Urbanek (2008) – miarą wykorzystywaną w ocenie kapitału intelektualnego spółek. Jako miara wyników, wskaźnik Q Tobina odzwierciedla rynkowe oczekiwania dotyczące przyszłych zysków i daje jasne kryterium oceny spółki. Jeśli jego wartość jest wyższa niż 1,0, to spółka jest postrzegana przez inwestorów jako zdolna do kreowania więcej wartości poprzez efektywne wykorzystanie dostępnych dla siebie zasobów. Gdy wartość wskaźnika Q Tobina jest mniejsza niż 1,0, to spółka jest postrzegana przez rynki kapitałowe jako słabo wykorzystująca te zasoby. Ogólnie – jak stwierdzili H. Demsetz i B. Villalonga (2001) – w przeciwieństwie do miar księgowych, wskaźnik Q Tobina jako miara rynkowa jest ukierunkowany na przyszłość spółki, a nie jak miary księgowe na przeszłość. Ponadto wpływ na miary księgowe mogą mieć na przykład przyjęte zasady różnych odpisów księgowych, co zniekształca ocenę rzeczywistych efektów funkcjonowania spółki. Z drugiej jednak strony, jak zostanie to poruszone w niektórych częściach tej pracy, zwłaszcza w systemach *corporate governance* należących do systemów kontroli od wewnątrz, miary księgowe odgrywają ważną rolę w ocenie zarządów i dlatego zdecydowano się na wykorzystanie w tych badaniach, obok wskaźnika Q Tobina, również wskaźnik ROA.

Kolejne tabele przedstawiają średnie arytmetyczne, mediany, odchylenia standardowe oraz minima i maksima dotyczące miar wyników zastosowanych do oceny spółek z badanej próby. W tabeli 14 znajdują się statystyki opisowe dotyczące wartości wskaźnika ROA

w badanym okresie. Średnia jego wartość dla całego okresu wyniosła 0,0145, a mediana była nieco wyższa i liczyła 0,0305. Najniższą wartość średniej arytmetycznej tego wskaźnika odnotowano w 2009 r., kiedy to wyniosła ona tylko 0,0008. Mediana miała najniższą wartość w 2012 r., gdy wyniosła 0,0229. Natomiast najwyższa średnia arytmetyczna liczyła 0,0245 i została zaobserwowana w roku 2013. Najwyższa wartość mediany była w 2011 r., gdy wyniosła 0,0349. Należy podkreślić, że wartości wskaźnika ROA cechowała duża zmienność, która wyraża się wysokim odchyleniem standardowym oraz dużym rozstępem (różnicą między najmniejszą i największą zaobserwowaną wartością), a także znacząco różnymi wartościami średnich arytmetycznych w poszczególnych latach. Stabilniejsza była mediana, ale i ona różniła się w poszczególnych latach.

Tabela 14. Statystyki opisowe na temat wartości wskaźnika ROA w badanej próbie (w latach 2008–2013)

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	0,0111	0,0340	0,1488	-1,4383	0,4664	307
2009	0,0008	0,0262	0,1356	-1,2078	0,3071	310
2010	0,0233	0,0333	0,1186	-0,9255	0,6368	325
2011	0,0209	0,0349	0,1405	-1,2678	0,3678	326
2012	0,0059	0,0229	0,1274	-0,9180	0,5208	332
2013	0,0245	0,0279	0,1233	-0,6777	1,1451	325
Razem	0,0145	0,0305	0,1329	-1,4383	1,1451	1925

Źródło: opracowanie własne

Analogicznie w tabeli 15 znajdują się statystyki opisowe dotyczące wskaźnika Q Tobina w całym badanym okresie i w poszczególnych latach. Średnia arytmetyczna w całej próbie wynosiła 1,2743, a mediana 1,0981. Te wartości pokazują, że średnio wartość rynkowa spółek z próby była wyższa od ich wartości odtworzeniowej. Najwyższa wartość średniej arytmetycznej była w 2010 r., kiedy to wyniosła 1,4566, a najwyższa wartość mediany w 2009 r., gdy wyniosła 1,2802. Najniższe wartości zarówno średniej, jak i mediany były w 2011 r., kiedy to wyniosły odpowiednio 1,1162 i 0,9627. Warto również dodać, że oprócz roku 2011, również w roku 2012 mediana była niższa niż 1, czyli w co najmniej połowie spółek z badanej próby wartość rynkowa spółek była niższa niż ich wartość odtworzeniowa.

Tabela 15. Statystyki opisowe na temat wartości wskaźnika Q Tobina w badanej próbie (w latach 2008–2013)

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	1,1917	1,0010	0,7535	0,2322	6,6667	304
2009	1,4173	1,2802	0,7390	0,2704	5,0333	307
2010	1,4566	1,2629	0,8630	0,2811	7,2908	320
2011	1,1162	0,9627	0,6752	0,1363	6,0099	324
2012	1,1716	0,9976	0,7663	0,0924	5,1782	329
2013	1,2990	1,1184	0,8926	0,1655	8,4833	322
Razem	1,2743	1,0981	0,7957	0,0924	8,4833	1906

Źródło: opracowanie własne

Kolejna tabela (tabela 16) opisuje relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika ROA. Średnia arytmetyczna przyjmowała najniższą wartość, gdy menedżerowie nie posiadali udziału we własności. Była ona wtedy ujemna i wynosiła $-0,0090$. Najwyższa średnia arytmetyczna liczyła $0,0449$ i występowała, gdy własność członków zarządu mieściła się w przedziale od $20,01\%$ do 30% . Natomiast najwyższa mediana wynosiła $0,0446$ i zaobserwowano ją, gdy własność menedżerska mieściła się w przedziale od $20,01\%$ do 30% , a najniższa, wynosząca $0,0146$, gdy własność ta mieściła się w przedziale od $60,01\%$ do 70% . Średnie wartości wskaźnika ROA, jak wynika z tabeli, początkowo rosły do udziału własności menedżerskiej w strukturach własnościowych spółek na poziomie 30% , by później na przemian spadać i wzrastać. Generalnie wstępna analiza nie daje podstaw do jednoznacznego stwierdzenia, że występują zależności pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika ROA.

Analogicznie tabela 17 zawiera statystyki opisowe wskaźnika Q Tobina w różnych przedziałach własności menedżerskiej. Średnia arytmetyczna tego wskaźnika najwyższe wartości przyjmowała, gdy udział członków zarządu we własności mieścił się w przedziałach od $90,01\%$ do 100% (średnia arytmetyczna wynosiła $1,6738$) oraz od $20,01\%$ do 30% (średnia arytmetyczna wynosiła $1,3461$), a mediana, gdy ta własność mieściła się w przedziale od $90,01\%$ do 100% (mediana wynosiła $1,9943$) oraz od $10,01\%$ do 20% (mediana wynosiła $1,1469$). Najniższa wartość średniej arytmetycznej była, gdy własność menedżerska mieściła się w przedziale od $70,01\%$ do 80% i wynosiła $1,1776$. Natomiast najniższa mediana była, gdy ten udział mieścił się w przedziale od $60,01\%$ do 70% i wynosiła $0,9889$. Generalnie średnie wartości wskaźnika Q Tobina są relatywnie wysokie przy mniejszym udziale członków zarządu w strukturach własnościowych (średnia arytmetyczna do 60% , a mediana do 40%) oraz re-

latywnie niższe przy wyższych ich udziałach, by później wzrosnąć i osiągnąć najwyższe wartości powyżej 90% udziału. W najwyższym przedziale jest jednak również najmniej obserwacji (tylko 7).

Tabela 16. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika ROA – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	-0,0090	0,0271	0,1764	-1,2678	0,4664	437
0,01-10,00	0,0190	0,0310	0,1182	-0,7448	1,1451	650
10,01-20,00	0,0330	0,0366	0,1069	-0,3946	0,6368	131
20,01-30,00	0,0449	0,0446	0,0966	-0,3505	0,5208	110
30,01-40,00	0,0077	0,0403	0,1906	-1,4383	0,2253	98
40,01-50,00	0,0200	0,0236	0,1072	-0,4888	0,3032	74
50,01-60,00	0,0340	0,0293	0,1079	-0,3548	0,7409	126
60,01-70,00	0,0030	0,0146	0,0986	-0,6546	0,1951	136
70,01-80,00	0,0126	0,0211	0,0814	-0,2438	0,2397	102
80,01-90,00	0,0343	0,0268	0,0846	-0,2656	0,3943	54
90,01-100,00	0,0317	0,0167	0,0519	-0,0391	0,1116	7

Źródło: opracowanie własne

Tabela 17. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika Q Tobina – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	1,2784	1,1339	0,8172	0,0924	8,4833	432
0,01-10,00	1,2870	1,0917	0,8007	0,2089	7,2908	642
10,01-20,00	1,2816	1,1469	0,7317	0,3224	5,1078	131
20,01-30,00	1,3462	1,1449	0,8783	0,2683	7,2150	110
30,01-40,00	1,2351	1,1345	0,7021	0,2677	4,2275	98
40,01-50,00	1,3436	0,9952	0,9115	0,2972	4,5237	73
50,01-60,00	1,2809	1,0210	0,9067	0,2515	6,0099	125
60,01-70,00	1,1912	0,9889	0,7616	0,1305	4,4911	134
70,01-80,00	1,1776	1,1366	0,5525	0,2584	3,6299	102
80,01-90,00	1,2253	1,1355	0,6517	0,2468	3,4674	52
90,01-100,00	1,6738	1,9943	0,8165	0,6678	3,0797	7

Źródło: opracowanie własne

Dalsze analizy, mimo różnych opisanych wątpliwości metodycznych, prowadzono za pomocą analizy danych panelowych (model z efektem ustalonym). Trzeba w tym miejscu wspomnieć, że badania na temat wyników spółek są zazwyczaj obarczone problemem endogeniczności (Coles, Lemmon i Meschke, 2012; Drakos i Bekiris, 2010). Aby ograniczyć jej wpływ na rezultaty w niniejszej analizie zastosowano podwójną metodę najmniejszych kwadratów (ang. *two-stage least square*, 2SLS), gdzie zmiennymi instrumentalnymi były zmienne opóźnione (ang. *lagged variables*), czyli zmierzone w roku $t-1$. Natomiast analizowany model składał się z wielu różnych zmiennych. Zmiennymi zależnymi były wyniki finansowe (wartości wskaźników ROA i Q Tobina). Zmienną niezależną była własność menedżerska. W badaniu wykorzystano również kilka zmiennych kontrolnych – własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa 1, liczebność rady nadzorczej, liczebność zarządu, różnorodność rady nadzorczej 1, różnorodność zarządu 1, wielkość spółki, zadłużenie spółki i sektor.

Wyniki analizy danych panelowych dla całej próby znajdują się w tabeli 18. Nie potwierdziły one żadnych statystycznie istotnych związków pomiędzy zmienną niezależną, którą była własność menedżerska a zmiennymi zależnymi, czyli wartościami wskaźników ROA i Q Tobina. Może to zarówno wskazywać, że takie związki nie istnieją, ale w świetle wcześniejszych badań również, że mają one charakter niemonotoniczny, tak jak założono w hipotezie 1. Będzie to wymagało dalszej analizy.

Potwierdzono natomiast kilka zależności pomiędzy zmiennymi kontrolnymi a zmiennymi zależnymi. Po pierwsze, własność inwestorów instytucjonalnych była negatywnie i istotnie statystycznie powiązana z wartościami wskaźnika ROA ($\beta = -0,3101$, $p < 0,1$), ale również istotnie statystycznie, lecz pozytywnie z wartościami wskaźnika Q Tobina ($\beta = 1,2296$, $p < 0,01$). Pierwsza zależność jest zgodna z tymi badaniami, które wskazywały, że wzrost własności inwestorów instytucjonalnych w spółkach nie wiąże się często z ich zaangażowaniem w zarządzanie spółkami, a w efekcie wzrost własności tych inwestorów nie musi prowadzić do poprawy wyników spółek (np. Davis, 2008). Natomiast druga relacja wynika z wyboru przedmiotu swoich inwestycji przez inwestorów instytucjonalnych. Otóż angażują się oni we własność spółek lepiej ocenianych przez rynek.

Po drugie, własność państwa 1 była związana negatywnie i w sposób istotny statystycznie z wartościami wskaźnika ROA ($\beta = -0,4851$, $p < 0,1$). Ten wynik potwierdza wyniki wcześniejszych badań na temat relacji pomiędzy udziałem we własności państwa a wynikami spółek, które wskazywały, że państwo nie jest efektywnym właścicielem (Frydman, Gray, Hessel i Rapaczynski, 1999; Majumdar, 1996; Megginson i Netter, 2001).

Po trzecie, relacja pomiędzy liczebnością rady nadzorczej i wartościami wskaźnika ROA była negatywna i istotna statystycznie ($\beta = -0,0736$, $p < 0,1$). Ten wynik wskazuje, że liczniejsze rady nadzorcze nie przyczyniają się do poprawy wyników spółek. Znajduje on poparcie w wynikach wcześniejszych badań, które wskazują na problemy z podejmowaniem optymalnych decyzji w zbyt licznych zespołach ludzkich (Eisenberg, Sundgren i Wells, 1998). Podobne wyniki uzyskiwano w badaniach prowadzonych w modelu jednopoziomowym w odniesieniu do rad dyrektorów (Yermack, 1996). Wyjaśniając tę zależność, trzeba jednak pamiętać, że wpływ rad nadzorczych w modelu dwupoziomowym, inaczej niż rad dyrektorów w modelu jednopoziomowym, jest raczej pośredni, tj. poprzez sprawowanie funkcji nadzorczej, w tym wybór zarządu.

Po czwarte, różnorodność zarządu 1 była powiązana z wartościami wskaźnika Q Tobina w sposób istotny statystycznie i zarazem negatywnie ($\beta = -0,8732$, $p < 0,01$). Zmienna ta była mierzona jako udział kobiet w liczebności zarządu i wskazuje, że w badanej próbie, czym większy ich udział w zarządzie, tym mniejsze wartości wskaźnika Q Tobina. Światowe badania na temat tej relacji nie były jednoznaczne. Ten wynik wspiera tę część wcześniejszych badań, w których zależność pomiędzy udziałem kobiet w organach statutowych a wynikami spółek była negatywna (np. Ahern i Dittmar, 2012).

Po piąte, również zadłużenie spółki było powiązane z wartościami wskaźnika Q Tobina w sposób istotny statystycznie, ale tym razem pozytywnie ($\beta = 1,8975$, $p < 0,01$). Czym większe zadłużenie, tym większe również wartości wskaźnika Q Tobina. Ta zależność może wynikać z oceny spółek przez inwestorów. Spółki dobrze oceniane przez inwestorów wdrażają obiecujące strategie, które wymagają pozyskania dodatkowych kapitałów. Te kapitały są pozyskiwane również ze źródeł zewnętrznych (kapitał obcy).

Po szóste, wielkość spółki była powiązana w sposób statystycznie istotny i negatywnie zarówno z wartościami wskaźnika ROA ($\beta = -0,0911$, $p < 0,001$), jak i wartościami wskaźnika Q Tobina ($\beta = -0,2247$, $p < 0,01$). Te dane wskazują, że w badanej próbie mniejsze spółki osiągają lepsze wyniki finansowe. Inny wynik otrzymał choćby J. Lee (2009) na próbie spółek amerykańskich, ale taki sam np. K. Campbell i A. Minguez-Vera (2008), którzy badali spółki hiszpańskie.

Powyższe analizy pogłębiono, testując na próbie polskich spółek publicznych zależności pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika Q Tobina w różnych przedziałach tej własności, wyznaczonych przez B. Hermalina i M. Weisbacha (1991). Progi przez nich określone, jak wskazano wcześniej, były podobne do progów wyznaczonych przez R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego (1988), ale dodali oni oddzielny przedział od 0% do 1% własności menedżerskiej, a ponadto górny przedział

Tabela 18. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek – wyniki analizy danych panelowych podwójną metodą najmniejszych kwadratów

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienne zależne	
	wskaźnik ROA	wskaźnik Q Tobina
Własność menedżerska	-0,0067 (0,0829)	0,4378 (0,3064)
Własność inwestorów instytucjonalnych	-0,3101† (0,1682)	1,2296** (0,6233)
Własność państwa 1	-0,4851† (0,2851)	0,7716 (1,3804)
Liczebność rady nadzorczej	-0,0736† (0,0410)	0,0291 (0,1353)
Różnorodność rady nadzorczej 1	0,0172 (0,1172)	-0,2491 (0,3923)
Liczebność zarządu	0,0057 (0,0245)	-0,0580 (0,0907)
Różnorodność zarządu 1	-0,1623 (0,1046)	-0,8732** (0,3295)
Zadłużenie spółki	-0,2194 (0,2092)	1,8975** (0,5946)
Wielkość spółki	-0,0911*** (0,0260)	-0,2247** (0,0849)
Sektor	Nie	Nie
Stała	2,3330*** (0,6625)	4,3570** (2,1262)
Skorygowany R-kwadrat	0,0194	0,6962
N	1815	1787

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

ostatniego progu wyznaczono na poziomie 20%, a nie 25%, jak zrobili to R. Morck, A. Shleifer i R. Vishny (1988). Wyniki przedstawione zostały w tabeli 19. Istotna statystycznie zależność pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika Q Tobina występuje tylko wtedy, gdy ta pierwsza mieści się w przedziale od 0% do 1% ($\beta = 220,5447$, $p < 0,1$). W trzech przedziałach nie stwierdzono statystycznie istotnej zależności. Dalsze analizy wskazywały, że istotna statystycznie i pozytywna zależność występuje do udziału we własności członków zarządu na poziomie 1,2%. Generalnie pozytywne relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynikami rynkowymi spółki przy niskim poziomie tej pierwszej,

niezależnie od przyjętych progów, zostały również potwierdzone m.in. przez R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego (1988) czy B. Hermalina i M. Weisbacha (1991). Jednak przy wyższym udziale menedżerów we własności, w przeciwieństwie do niektórych wcześniejszych badań, nie odnaleziono istotnej statystycznie zależności. Nie odnaleziono również statystycznie istotnej zależności pomiędzy wartościami wskaźnika ROA a własnością menedżerską w czterech wyodrębnionych przedziałach.

Tabela 19. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika Q Tobina – testowanie wyników B. Hermalina i M. Weisbacha (1991) na próbie polskich spółek publicznych

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna: Wskaźnik Q Tobina			
	własność menedżerska na poziomie			
	od 0% do 1%	od 1% do 5%	od 5% do 20%	powyżej 20%
Własność menedżerska	220,5447† (132,7120)	15,9352 (96,1170)	1,7666 (15,3081)	1,9465 (1,7755)
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,4477 (4,2694)	-4,2858 (9,9835)	1,0789 (3,7092)	0,0676 (1,0405)
Własność państwa 1	0,2594 (6,5326)		-7,0328 (10,7220)	-0,0800 (3,8864)
Liczebność rady nadzorczej	0,1474 (0,2476)	0,9070 (2,4587)	-1,1610 (1,7069)	-0,0404 (0,2338)
Różnorodność rady nadzorczej 1	-0,8212 (1,0635)		-1,8407 (5,1679)	0,1598 (0,7710)
Liczebność zarządu	0,0548 (0,6923)	0,2882 (1,2702)	-0,3043 (0,3895)	-0,0015 (0,1372)
Różnorodność zarządu 1	0,1810 (2,2719)		0,7330 (2,9080)	-0,2631 (0,5188)
Zadłużenie spółki	1,3142 (1,3459)	6,1470 (6,4089)	-2,0545 (7,0599)	3,2825** (1,2280)
Wielkość spółki	-0,6459*** (0,1385)	0,9093 (1,4298)	-0,19544 (1,1802)	0,1634 (0,2241)
Sektor	Nie			
Stała	11,8267*** (3,4610)	-24,7276 (36,3726)	13,278 (26,7483)	-4,4294 (5,8752)
R-kwadrat	0,7748	0,4828	0,2251	0,7838
N	786	165	190	646

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

Zebrane dane i zastosowana metoda ich analizy pozwoliły na stwierdzenie, że niski poziom własności menedżerskiej jest pozytywnie powiązany z wartościami wskaźnika Q Tobina. Nie udało się natomiast, tak jak w niektórych wcześniejszych światowych badaniach, potwierdzić niemonotonicznego charakteru zależności pomiędzy nimi. Stwierdzono jedynie rosnącą zależność, ale do wielkości udziału we własności członków zarządu na poziomie 1,2%. Oceniając stwierdzoną zależność na podstawie teorii agencji, można uznać, iż w polskich spółkach publicznych efekt zbliżenia interesów menedżerów i właścicieli występuje tylko przy bardzo niskim poziomie własności menedżerskiej. Dodatkowo należy podkreślić, że te rezultaty rozwijają wyniki wcześniejszych polskich badań, w których nie odnaleziono zależności pomiędzy własnością menedżerską a wynikami finansowymi spółek (Aluchna, 2007; Bohdanowicz i Jeżak, 2009; Jeżak, Bohdanowicz i Matyjas, 2009).

Przeprowadzone analizy pozwoliły również stwierdzić, iż spółki, gdzie udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest niski, są lepiej oceniane przez rynek kapitałowy (inwestorów). Tym samym można pokusić się o stwierdzenie, że inwestorzy uznają, iż takie spółki lepiej wykorzystują dostępne im zasoby, a w szczególności niematerialne, w tym kapitał intelektualny, gdyż wskaźnik Q Tobina jest również wykorzystywany jako jedna z miar jego wyceny (Andriessen, 2004; Urbanek, 2008). Trzeba też pamiętać, że przy niskim udziale we własności menedżerów najwyższego szczebla rośnie siła wpływu na spółki zewnętrznych właścicieli. Jest to szczególnie widoczne w systemach *corporate governance*, które nazywamy systemami kontroli od wewnątrz, a do takich należy również polski system. Cechują te systemy skoncentrowane struktury własnościowe. Wtedy, zgodnie z ogólnymi założeniami teorii agencji, zewnątrznie właściciele są również w stanie silniej wpływać na menedżerów, aby lepiej realizowali ich interesy.

6.4. Efektywność kapitału intelektualnego w spółkach z własnością menedżerską

Po przeprowadzonych studiach literaturowych na temat kapitału intelektualnego założono, że występują związki pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a jego efektywnością. Do weryfikacji postawionej na ten temat hipotezy jako miernik efektywności kapitału intelektualnego wykorzystano współczynnik intelektualnej wartości dodanej (VAIC). W skład próby badawczej w tym badaniu wcho-

dziły obserwacje spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2013. Łącznie analizie poddano 292 spółki i 1057 rocznych obserwacji.

W tabeli 20 znajdują się statystyki opisowe dotyczące współczynnika intelektualnej wartości dodanej w całej próbie oraz z podziałem na poszczególne lata. Średnia arytmetyczna tego współczynnika wyniosła 2,8925, a mediana 2,6033. Najwyższą wartość średniej była w 2013 r., kiedy to wyniosła 3,0175. Najwyższą medianę zaobserwowano w 2011 r. i wyniosła ona 2,7007. Natomiast najniższa wartość średniej arytmetycznej została odnotowana w 2009 r. (średnia arytmetyczna wyniosła 2,7553), a najniższa wartość mediany w 2010 r. (mediana wyniosła 2,5026). Tabela 20 pokazuje, że występują nieznaczące różnice w średnich wartościach współczynnika VAIC w poszczególnych latach.

Tabela 20. Statystyki opisowe na temat wartości współczynnika VAIC w badanej próbie (w latach 2008–2013)

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	2,7934	2,5601	1,6524	-0,2639	12,3260	134
2009	2,7553	2,5922	1,6938	-1,8315	16,6418	171
2010	2,8582	2,5026	2,0610	-11,8935	13,6637	181
2011	2,9779	2,7007	1,9542	-4,5381	16,5658	190
2012	2,9078	2,5912	1,9309	-0,2804	18,6360	184
2013	3,0175	2,6091	2,1440	-1,7228	17,4236	191
Razem	2,8925	2,6033	1,9323	-11,8935	18,6360	1051

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Tabela 21 zawiera statystyki opisowe współczynnika intelektualnej wartości dodanej w różnych przedziałach własności menedżerskiej. Najwyższą wartość średniej arytmetycznej tego współczynnika odnotowano w przedziale od 90,01% do 100% (wartość ta wyniosła 4,3155), ale tu była tylko jedna obserwacja. Druga w kolejności najwyższa średnia arytmetyczna była w przedziale od 50,01% do 60% i wyniosła 3,4841. Najwyższa wartość mediany, poza tą w przedziale od 90,01% do 100%, była wtedy, gdy menedżerowie najwyższego szczebla nie posiadali udziałów we własności. Najniższa wartość średniej arytmetycznej była natomiast w przedziale własności menedżerskiej mieszczącym się od 60,01% do 70% i wyniosła 2,2620. Mediana miała najniższą wartość, gdy udział członków zarządu we własności mieścił się w przedziale od 70,01% do 80% (mediana wyniosła 2,2482).

Tabela 21. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami współczynnika VAIC – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	3,3390	2,8861	2,6631	-4,5381	18,6360	221
0,01-10,00	2,9069	2,6443	1,9964	-11,8935	16,6418	352
10,01-20,00	2,7077	2,5253	1,2255	-2,2804	7,2116	89
20,01-30,00	2,7650	2,6571	1,0560	-0,2946	6,3010	62
30,01-40,00	2,6935	2,8291	1,1298	0,3771	5,7351	40
40,01-50,00	2,8052	2,6234	1,6830	-0,0457	10,4936	50
50,01-60,00	3,4841	2,8194	2,1115	1,2533	12,3260	59
60,01-70,00	2,2620	2,2989	1,1260	-1,6106	6,3885	86
70,01-80,00	2,3111	2,2482	0,7198	0,4279	4,3797	64
80,01-90,00	2,4472	2,2597	0,8378	1,1298	4,8058	27
90,01-100,00	4,3155	4,3155	0,0000	4,3155	4,3155	1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Do analizy opisywanych tu zależności i weryfikacji hipotezy wykorzystano trzynaście zmiennych (Bohdanowicz, 2014a). Zmiennymi zależnymi w badaniu były: współczynniki intelektualnej wartości dodanej (VAIC), stopa efektywności kapitału ludzkiego (HCE), stopa efektywności kapitału strukturalnego (SCE), stopa efektywności kapitału zaangażowanego (CEE) oraz stopa efektywności kapitału intelektualnego (ICE). Objaśniała je własność menedżerska, a zmiennymi kontrolnymi były: różnorodność rady nadzorczej 1, liczebność rady nadzorczej, aktywność rady nadzorczej, różnorodność zarządu 1, liczebność zarządu, wielkość spółki i zadłużenie spółki. Dane analizowano za pomocą analizy danych panelowych (model z efektem ustalonym).

Przeprowadzone analizy, których wyniki znajdują się w tabeli 22, nie potwierdziły związków między udziałem we własności menedżerów a wartościami współczynnika intelektualnej wartości dodanej (VAIC). Statystycznie istotne były jedynie związki między własnością menedżerską a efektywnością kapitału ludzkiego. Ta zależność miała charakter negatywny i monotoniczny ($\beta = -1,1585$, $p < 0,001$). To kolejne badanie, po N. Saleha, M. Rahmana i M. Hassana (2009), M. Zanjirdara i A. Kabirbalajadeha (2011) oraz L. Bohdanowicza i G. Urbanka (2013), które pokazało negatywną zależność pomiędzy bądź to współczynnikiem intelektualnej wartości dodanej, bądź którymś z jego komponentów. To skłania do stwierdzenia, że relacje pomiędzy własnością menedżerską a efektywnością kapitału intelektualnego charakteryzuje efekt „okopania

się” menedżerów najwyższego szczebla, gdyż duże udziały we własności nie motywują ich dostatecznie silnie do poprawy wyników kierowanych przez siebie spółek, w tym przypadku zwiększenia efektywności kapitału ludzkiego (Bohdanowicz, 2014a). Tym samym, posiadając znaczne udziały w spółce, menedżerowie nie odczuwają dostatecznej presji ze strony rynków kapitałowych czy innych inwestorów.

Tabela 22. Wyniki analizy regresji (analiza danych panelowych) na temat relacji pomiędzy efektywnością kapitału intelektualnego i własnością menedżerską

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienne zależne				
	Model 1 Współczynnik intelektualnej wartości dodanej (VAIC TM)	Model 2 Efektywność kapitału ludzkiego (HCE)	Model 3 Efektywność kapitału strukturalnego (SCE)	Model 4 Efektywność kapitału zaangażowanego (CEE)	Model 5 Efektywność kapitału intelektualnego (ICE = HCE + SCE)
Własność menedżerska	-0,0801 (0,4002)	-1,1585** (0,4446)	-0,0541 (0,1711)	0,0684 0,1165	-0,1923 (0,3445)
Różnorodność rady nadzorczej 1	-0,1484 (0,4767)	0,3407 (0,5363)	0,1266 (0,2066)	-0,2425† 0,1404	0,0423 (0,4100)
Liczebność rady nadzorczej	-0,2021* (0,078934)	-0,2217* (0,0887)	-0,0416 (0,0342)	-0,0530* 0,0233	-0,1362 (0,0681)
Aktywność rady nadzorczej	-0,002951 (0,021654)	-0,0262 (0,0243)	-0,0017 (0,0094)	-0,0058 0,0063	-0,0047 (0,0187)
Różnorodność zarządu 1	-0,0031 (0,3485)	-0,2006 (0,38812)	0,0306 (0,1496)	0,0300 0,1017	-0,0541 (0,2997)
Liczebność zarządu	-0,1036 (0,0674)	-0,0193 (0,0759)	-0,0440 (0,0292)	0,0063 0,0199	-0,1403* (0,0582)
Wielkość spółki	0,5147** (0,1848)	0,5524** (0,2076)	0,3505*** (0,0800)	-0,1403* 0,0544	0,6920*** (0,1591)
Zadłużenie spółki	-0,9007** (0,4043)	-1,1323* (0,4532)	-0,5646** (0,1752)	0,5389 0,1187	-1,3775*** (0,3482)
Stała	-5,1966 (3,5540)	-6,4177 (3,9945)	-5,8695*** (1,5385)	3,9556*** 1,0470	-9,3194** (3,0591)
N	1051	1056	1056	1057	1045
Skorygowany R-kwadrat	0,6800	0,7649	0,2664	0,9997	0,6265

Uwaga: † p < 0,1; * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001.
W nawiasach znajduje się błąd standardowy

Źródło: L. Bohdanowicz (2014a, s. 626–635)

W opisywanym tu badaniu potwierdzono także inne zależności pomiędzy zmiennymi kontrolnymi a zmiennymi zależnymi. Liczebność rady nadzorczej wpływała negatywnie na współczynnik intelektualnej wartości dodanej ($\beta = -0,2021$, $p < 0,05$), stopę efektywności kapitału ludzkiego ($\beta = -0,2217$, $p < 0,05$) i stopę efektywności kapitału zaangażowanego ($\beta = -0,0530$, $p < 0,05$), a liczebność zarządu wpływała negatywnie na stopę efektywności kapitału intelektualnego ($\beta = -0,1403$, $p < 0,05$). Negatywny wpływ obu zmiennych opisujących liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych może potwierdzać trudności we współpracy liczniejszych zespołów ludzkich, co zostanie opisane w kolejnym rozdziale, a co również zostało opisane w literaturze (Lipton i Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Te trudności przekładają się także na efektywność funkcjonowania spółek (Yermack, 1996).

Wielkość spółki wpływała pozytywnie na współczynnik intelektualnej wartości dodanej ($\beta = 0,5147$, $p < 0,01$), stopę efektywności kapitału ludzkiego ($\beta = 0,5524$, $p < 0,01$), stopę efektywności kapitału strukturalnego ($\beta = 0,3505$, $p < 0,001$) i stopę efektywności kapitału intelektualnego ($\beta = 0,6920$, $p < 0,001$) oraz negatywnie na stopę efektywności kapitału zaangażowanego ($\beta = -0,1403$, $p < 0,05$). Te wyniki mogą wskazywać, że większe polskie spółki mają większą zdolność do wykorzystania kapitału intelektualnego, ale trudniej im efektywnie wykorzystać kapitał fizyczny.

Zadłużenie spółki wpływało negatywnie na współczynnik intelektualnej wartości dodanej ($\beta = -0,9007$, $p < 0,01$), stopę efektywności kapitału ludzkiego ($\beta = -1,1323$, $p < 0,05$), stopę efektywności kapitału strukturalnego ($\beta = -0,5646$, $p < 0,01$) i stopę efektywności kapitału intelektualnego ($\beta = -1,3775$, $p < 0,001$), czyli bardziej zadłużone spółki osiągały słabszą efektywność kapitału intelektualnego.

Podsumowując, badanie pokazało, że własność menedżerska ma negatywny wpływ na efektywność kapitału ludzkiego. Tym samym zgromadzone dane i zastosowana metoda analizy nie dały podstaw do potwierdzenia hipotezy 2, a otrzymane wyniki nie są zgodne z ogólnymi założeniami teorii agencji. Trzeba jednak pamiętać, że na ten rezultat może mieć również wpływ zastosowana metoda pomiaru efektywności kapitału intelektualnego. Otóż wiele dyskusji na świecie przeprowadzono na temat współczynnika intelektualnej wartości dodanej (VAIC). Ta metoda ma zalety, które wpływają na jej popularność, ale też poważne wady. Z jednej strony VAIC jest łatwy do obliczenia i opiera się na zaudytowanych danych, co pozwala na szerokie jego zastosowanie, a przede wszystkim na porównanie efektywności kapitału intelektualnego w różnych spółkach (Firer i Williams, 2003; Kasiewicz, Rogowski i Kiciński, 2006). Z drugiej jednak strony ma poważne ograniczenia, które opisali np. D. Andriessen (2004), P. Stahle, S. Stahle i S. Aho (2011) czy G. Urba-

nek i L. Bohdanowicz (2012). Ci ostatni autorzy wśród jego ułomności wskazują na sposób konstrukcji wskaźników będących składowymi współczynnika intelektualnej wartości dodanej, szacowanie kapitału strukturalnego przedsiębiorstwa jako różnicy pomiędzy wartością dodaną a kosztami pracowniczymi, traktowanie kosztów pracowniczych (sumy wynagrodzeń) jako wartości kapitału ludzkiego, a także pogarszanie wartości współczynnika w wyniku inwestycji w działania zwiększające kapitał intelektualny. Niestety inne metody pomiaru wartości lub efektywności kapitału intelektualnego nie są tak uniwersalne jak współczynniki intelektualnej wartości dodanej (VAIC), a tym samym trudne lub wręcz niemożliwe do zastosowania i stąd jego częste wykorzystywanie w badaniach empirycznych.

6.5. Związki pomiędzy własnością menedżerską a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów polskich spółek publicznych

Kolejne badanie dotyczyło wpływu własności menedżerskiej na zwolnienia i zatrudnienia (rotacje) prezesów zarządów. Po przeprowadzonych studiach literaturowych założono, że ten wpływ będzie miał charakter negatywny. W tym badaniu uwzględniono obserwacje przeprowadzone pomiędzy 2008 i 2013 r. także w spółkach z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie. Po usunięciu tych przypadków, które zawierały braki danych, analizowano 1067 obserwacji w 284 spółkach. W tabeli 23 przedstawiono liczbę i procent (w stosunku do wszystkich obserwacji) rotacji na stanowiskach prezesów zarządów spółek w badanej próbie. Rotacje te miały miejsce w przypadku 175 obserwacji, co stanowiło 16,4% wszystkich obserwacji. Nominalnie najwięcej z nich miało miejsce pomiędzy 2012 r., kiedy to było ich 39 (na 203 obserwacje), co stanowiło 19,21% obserwacji dla tego roku. Najmniej miało natomiast miejsce w 2010 r., kiedy to w próbie zaobserwowano tylko 23 rotacje, co stanowiło 13,29% obserwacji dla tego roku.

Dokładne badanie zależności pomiędzy własnością menedżerską a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów przeprowadzono za pomocą regresji logitowej (zmienna zależna przyjmowała wartość 0 lub 1). Zmienną zależną była zmienna rotacje na stanowisku prezesa zarządu (w roku t). Wyjaśniały ją, poza zmienną własność menedżerska mierzona na koniec roku $t-1$, własność inwestorów instytucjonalnych (mierzona na

koniec roku $t-1$), wyniki spółek tj. ROA i wskaźnik Q Tobina (na koniec roku $t-1$), różnorodność rad nadzorczych 2 i zarządów 2, tj. obie mierzone indeksem Blaua (na koniec roku $t-1$), aktywność rad nadzorczych (w roku t), liczebność rad nadzorczych i liczebność zarządów (na koniec roku $t-1$), wiek prezesa spółki (na koniec roku $t-1$), liczba lat sprawowania funkcji przez prezesa (na koniec roku $t-1$), wielkość spółki (na koniec roku $t-1$), stopień zadłużenia (na koniec roku $t-1$) i sektor. Ponadto do modelu wprowadzono zmienne zero-jedynkowe opisujące rok.

Tabela 23. Liczba i procent rotacji na stanowiskach prezesów zarządów w badanej próbie

Rok	Liczba rotacji na stanowiskach prezesów	Liczba obserwacji	%
2008	27	126	21,43
2009	25	174	14,37
2010	23	173	13,29
2011	27	196	13,77
2012	39	203	19,21
2013	34	195	17,44
Razem	175	1067	16,40

Źródło: opracowanie własne

W tabeli 24 przedstawiono wyniki tych badań. Analizy przeprowadzono osobno dla dwóch modeli, gdzie w pierwszym wyniki spółek opisane były za pomocą wskaźnika ROA, w drugim za pomocą wskaźnika Q Tobina. Rezultaty potwierdziły, że udział we własności menedżerów najwyższego szczebla wpływa negatywnie na rotacje na stanowiskach prezesów. W przypadku opisywanych tu analiz ten związek był negatywny i istotny statystycznie w obu modelach, tj. modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = -1,6507$, $p < 0,001$) i modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = -1,6368$, $p < 0,001$). Taki wynik jest zgodny z wcześniejszymi badaniami światowymi, prowadzonymi przede wszystkim w oparciu o dorobek teorii agencji i pokazuje, iż wzrost udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla pozwala im „zakotwiczyć się” w spółce i pozostawać na stanowisku bez względu na jej wyniki. Taka relacja jest też zgodna z przytoczoną już w niniejszej pracy opinią R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego (1988), którzy uznali, iż menedżerowie najwyższego szczebla mający znaczące udziały we własności mogą zagwarantować sobie zatrudnienie i wysokie wynagrodzenia.

Na uwagę zasługują również inne zaobserwowane związki pomiędzy zmienną zależną a innymi zmiennymi kontrolnymi. Istotna statystycznie

i negatywna była relacja pomiędzy rotacjami a wartościami wskaźnika ROA ($\beta = -2,5041$, $p < 0,001$), czyli potwierdzone zostało, iż czym słabsze wyniki spółek, tym większa liczba rotacji na stanowiskach prezesów i odwrotnie. Nie było natomiast relacji pomiędzy rotacjami a wartościami wskaźnika Q Tobina. Może to wskazywać, że menedżerowie najwyższego szczebla są w Polsce oceniani przede wszystkim na podstawie wyników księgowych, a nie rynkowych, co wynika – jak podkreślał np. P. Urbanek (2010) – z rodzaju systemu *corporate governance*. Występujący w Polsce system kontroli od wewnątrz, a przede wszystkim jego najważniejsza cecha, czyli brak rynku kontroli spółek, sprawia, że miary księgowe wyników (np. wskaźnik ROA) odgrywają większą rolę niż miary rynkowe (np. wskaźnik Q Tobina).

Również istotna statystycznie, ale tym razem pozytywna była relacja pomiędzy aktywnością rady nadzorczej a rotacjami na stanowiskach prezesów. Zaobserwowano ją w obu modelach, tj. w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = 0,1563$, $p < 0,001$) i modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = 0,1612$, $p < 0,001$). Ta relacja wynika z większej pracy i większej liczby zadań rad nadzorczych, związanych ze zwolnieniem prezesa zarządu i wyborem oraz powołaniem nowego. W związku z realizacją tych zadań rady muszą spotykać się częściej.

Kolejne dwie relacje dotyczą wpływu charakterystyk prezesów zarządów na ich rotacje. Pierwszy z nich jest negatywny i istotny statystycznie związek pomiędzy tymi rotacjami a liczbą lat sprawowania funkcji przez prezesów zarządów. Taką relację również zaobserwowano w obu modelach, czyli w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = -0,0876$, $p < 0,001$) oraz modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = -0,0910$, $p < 0,001$). Te wyniki potwierdzają, że dłuższy okres sprawowania funkcji przez prezesa zarządu jest związany z jego silniejszym autorytetem i większą władzą w spółce, co również pozwala mu uchronić się przed rotacją (Knežević Cvelbar, 2007). Drugą natomiast jest pozytywna i istotna statystycznie relacja pomiędzy rotacjami a wiekiem prezesów zarządów. Także ona została zaobserwowana w obu modelach, czyli w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = 0,0357$, $p < 0,01$) oraz modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = 0,0284$, $p < 0,01$). Jest ona w dużym stopniu związana z odejściem prezesów na emeryturę.

Następny statystycznie istotny związek, to negatywny związek pomiędzy wielkością spółki a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów. Został on potwierdzony zarówno w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = -0,1927$, $p < 0,001$), jak i modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = -0,1913$, $p < 0,001$). Ta zależność i jej kierunek są zresztą zgodne z niektórymi światowymi badaniami. Na przykład L. Knežević Cvelbar (2007) stwierdziła, że wyższe prawdopodobieństwo zmiany na stanowisku prezesa jest w mniejszych spółkach.

Ostatnim statystycznie istotnym związkiem jest pozytywny związek pomiędzy wielkością zadłużenia a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów w modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = 0,8543$, $p < 0,01$). Wskazuje on, iż w spółkach, gdzie poziom zadłużenia jest większy, a więc także gdzie wzrasta zagrożenie upadłością, częstsze są zmiany na stanowisku prezesa zarządu i tym samym wzrasta prawdopodobieństwo jego zwolnienia.

Tabela 24. Relacje pomiędzy rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów spółek a własnością menedżerską – wyniki analizy regresji logitowej

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna: Rotacje na stanowisku prezesa zarządu	
ROA	-2,5041*** (0,6000)	
Q Tobina		-0,1889 (0,1342)
Własność menedżerska	-1,6507*** (0,4596)	-1,6368*** (0,4565)
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,0152 (0,5439)	0,3151 (0,5490)
Aktywność rady nadzorczej	0,1563*** (0,0270)	0,1612*** (0,0269)
Różnorodność rady nadzorczej 2	0,3939 (0,5066)	0,5533 (0,5039)
Liczebność rady nadzorczej	0,0599 (0,0840)	0,0676 (0,0820)
Różnorodność zarządu 2	-0,1277 (0,5147)	0,1770 (0,5008)
Liczebność zarządu	-0,0345 (0,0781)	-0,0638 (0,0780)
Liczba lat sprawowania funkcji przez prezesa	-0,0876*** (0,0211)	-0,0910*** (0,0211)
Wiek prezesa	0,0357** (0,0110)	0,0284** (0,0108)
Zadłużenie spółki	-0,1430 (0,3878)	0,8543** (0,3529)
Wielkość spółki	-0,1927*** (0,0434)	-0,1913*** (0,0429)
Sektor	Nie	Nie
Zmienne zero-jedynkowe opisujące rok	Tak†	Nie
Kryterium informacyjne Akaike	0,7911	0,8055
Kryterium Schwarza	0,8796	0,8945

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

W tabeli 25 znajdują się wyniki podobnych analiz jak w tabeli 24, ale próbę rozdzielono na dwie części. W pierwszej znalazły się spółki, w których udział we własności menedżerów najwyższego szczebla wynosił co najwyżej 5%, w drugiej ten udział był większy niż 5%. Tabela pokazuje, że widoczne są różnice pomiędzy analizami przeprowadzonymi w całej próbie i z jej podziałem na dwie części.

Po pierwsze, własność menedżerska w sposób istotny statystycznie i negatywnie wpływa na rotacje na stanowiskach prezesów zarządów, ale tylko wtedy, gdy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest większy. Ten negatywny wpływ był widoczny w obu modelach, tj. modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = -1,4070$, $p < 0,1$) oraz modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = -1,6408$, $p < 0,05$). Gdy udział we własności członków zarządu był mniejszy niż 5%, to wpływ własności menedżerskiej na rotacje na stanowiskach prezesów zarządów był pozytywny w obu modelach, tj. modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = 19,427$, $p < 0,1$) i modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = 19,792$, $p < 0,1$). Te wyniki pokazują, iż w polskim modelu *corporate governance*, który jest modelem kontroli od wewnątrz i charakteryzuje się dużą koncentracją struktur własnościowych, dopiero większy udział we własności chroni prezesów zarządów przed zwolnieniem.

Po drugie, o ile wartości wskaźnika ROA wpływały negatywnie i w sposób istotny statystycznie na rotacje na stanowiskach prezesów zarządów zarówno, gdy własność menedżerska była niższa 5% ($\beta = -2,1241$, $p < 0,01$), jak i wyższa niż 5% ($\beta = -3,6536$, $p < 0,001$), to wartości wskaźnika Q Tobina tylko, gdy własność menedżerska była niższa niż 5% ($\beta = -0,4757$, $p < 0,05$). Nie było natomiast statystycznie istotnego związku pomiędzy wartościami wskaźnika Q Tobina a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów, gdy własność menedżerska była większa niż 5%. Wyniki rynkowe mają zatem wpływ na zwolnienia prezesów, gdy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest relatywnie niski. Wtedy zewnętrzni akcjonariusze biorą pod uwagę również rynkowe wyniki przy ocenie prezesów zarządów. Większy udział we własności chroni menedżerów najwyższego szczebla przed tą oceną.

Po trzecie, aktywność rad nadzorczych była pozytywnie powiązana z rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów niezależnie od udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla, czyli we wszystkich czterech modelach, tj. zarówno, gdy udział we własności członków zarządu był mniejszy niż 5% ($\beta = 0,1749$, $p < 0,001$ w modelu ze wskaźnikiem ROA oraz $\beta = 0,1815$, $p < 0,001$ w modelu ze wskaźnikiem Q Tobina), jak i gdy ten udział we własności był większy niż 5% ($\beta = 0,1162$, $p < 0,05$ w modelu ze wskaźnikiem ROA oraz $\beta = 0,1265$, $p < 0,01$ w modelu ze wskaźnikiem Q Tobina). Warto też dodać, że nie było różnicy pomiędzy tymi wynikami a wynikami analiz przeprowadzonych dla całej próby.

Po czwarte, podobnie było w przypadku relacji pomiędzy liczbą lat sprawowania funkcji przez prezesów zarządów a rotacjami na ich stanowiskach. Tutaj również, tak jak we wcześniejszych analizach, relacja ta była istotna statystycznie i negatywna we wszystkich modelach, tj. gdy udział we własności członków zarządu był mniejszy niż 5% ($\beta = -0,0912$, $p < 0,01$ w modelu ze wskaźnikiem ROA oraz $\beta = -0,0901$, $p < 0,01$ w modelu ze wskaźnikiem Q Tobina), jak i gdy ten udział we własności jest większy niż 5% ($\beta = -0,0934$, $p < 0,01$ w modelu ze wskaźnikiem ROA oraz $\beta = -0,0936$, $p < 0,01$ w modelu ze wskaźnikiem Q Tobina). Tym samym, jak zaznaczono, nie było tu różnicy pomiędzy tymi wynikami, a wynikami analiz przeprowadzonych dla całej próby.

Po piąte, wiek prezesa był w sposób pozytywny i statystycznie istotny powiązany z rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów, ale tylko wtedy, gdy udział we własności członków zarządów był mniejszy niż 5%. Przeprowadzone analizy potwierdzały taką zależność zarówno w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = 0,0414$, $p < 0,01$), jak i modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = 0,0353$, $p < 0,01$). Można zatem stwierdzić, że wiek prezesa ma wpływ na jego zwolnienie ze stanowiska, ale tylko wtedy, gdy udział własności menedżerskiej w strukturach własnościowych jest niski lub gdy go nie ma. Gdy ten udział jest wysoki, to wiek nie ma wpływu na rotacje.

Po szóste, relacje pomiędzy zadłużeniem spółki a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów były istotne statystycznie i pozytywne w modelu ze wskaźnikiem Q Tobina, ale tylko wtedy, gdy udział we własności członków zarządu był mniejszy niż 5% ($\beta = 1,2705$, $p < 0,01$). Tak jak wcześniej wspomniano, w spółkach, gdzie poziom zadłużenia jest większy, a więc także, gdzie wzrasta zagrożenie upadłością, częstsze są zmiany na stanowisku prezesa zarządu i tym samym wzrasta prawdopodobieństwo zwolnienia prezesa, ale tylko wtedy, gdy udział w strukturach własnościowych menedżerów najwyższego szczebla jest niezbyt wysoki lub nie występuje. W spółkach z dużym udziałem własności menedżerskiej nie ma takiej statystycznie istotnej zależności.

Wreszcie po siódme, związki pomiędzy wielkością spółki a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów były istotne statystycznie i negatywne w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = -0,2321$, $p < 0,001$) oraz ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = -0,2323$, $p < 0,01$), ale tylko wtedy, gdy udział w strukturach własnościowych własności menedżerskiej był mniejszy niż 5%. Taka relacja występowała również w całej próbie. Na podstawie tej analizy można stwierdzić, że rotacje na stanowiskach prezesów zarządów mają miejsce częściej w mniejszych spółkach, ale tylko wtedy, gdy udział członków zarządu we własności nie występuje lub jest na niskim poziomie. Gdy jest on większy, to wielkość spółki nie ma istotnego statystycznie wpływu na rotacje.

Tabela 25. Relacje pomiędzy rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów spółek a własnością menedżerską – wyniki analizy regresji logitowej z podziałem na własność menedżerską poniżej i powyżej 5%

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna: Rotacje na stanowisku prezesa zarządu			
	własność menedżerska jest mniejsza niż 5%		własność menedżerska jest większa niż 5%	
ROA	-2,1241** (0,7522)		-3,6536*** (1,0751)	
Q Tobina		-0,4757* (0,1873)		0,1565 (0,1629)
Własność menedżerska	19,427† (11,5451)	19,792† (11,5778)	-1,4070† (0,7693)	-1,6408* (0,7688)
Własność inwestorów instytucjonalnych	-0,1109 (0,5976)	0,6334 (0,6267)	-0,2009 (1,4728)	-1,0034 (1,4538)
Aktywność rady nadzorczej	0,1749*** (0,0322)	0,1815*** (0,0326)	0,1162* (0,0506)	0,1265** (0,0496)
Różnorodność rady nadzorczej 2	0,2004 (0,6037)	0,4782 (0,6060)	0,3405 (0,9298)	0,3160 (0,9067)
Liczba rad nadzorczych	0,0801 (0,0933)	0,1135 (0,0924)	-0,2887 (0,2587)	-0,2450 (0,2432)
Różnorodność zarządu 2	-0,5090 (0,6419)	-0,2305 (0,6314)	0,5100 (0,9211)	1,0548 (0,8697)
Liczba zarządów	0,0329 (0,0997)	-0,0419 (0,1013)	-0,1269 (0,1414)	-0,1078 (0,1376)
Liczba lat sprawowania funkcji przez prezesa	-0,0912** (0,0326)	-0,0901** (0,0328)	-0,0934** (0,0290)	-0,0936** (0,0285)
Wiek prezesa	0,0414** (0,0138)	0,0353** (0,0137)	0,0291 (0,0193)	0,0213 (0,0186)
Zadłużenie spółki	0,1531 (0,5579)	1,2705* (0,5046)	-0,4006 (0,6019)	0,7320 (0,5214)
Wielkość spółki	-0,2321*** (0,0539)	-0,2323*** (0,0537)	-0,0563 (0,0972)	-0,0803 (0,0925)
Sektor	Nie	Nie	Nie	Nie
Zmienne zero-jedynkowe opisujące rok	Nie	Nie	Tak*	Tak*
Kryterium informacyjne Akaike	1,0261	1,0248	0,5778	0,6013
Kryterium Schwarzera	1,1689	1,1687	0,7235	0,7477
N	541	536	527	524

Uwaga: † p < 0,1; * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

Przeprowadzone analizy pozwoliły na poszerzenie wiedzy na temat wpływu własności menedżerskiej na rotacje na stanowiskach prezesów zarządów spółek. W literaturze odnaleziono wiele argumentów wskazujących na negatywną relację pomiędzy nimi i na tej podstawie postawiono hipotezę. Przedstawione analizy pozwoliły na jej potwierdzenie w całej próbie. Dalsze analizy pokazały jednak, że zależność negatywna występuje jedynie przy większym udziale we własności członków zarządu, który w tym badaniu określono na powyżej 5%. Niski udział we własności menedżerów najwyższego szczebla nie chroni prezesów zarządów przed zwolnieniem. Co więcej, zauważono nawet pozytywne związki pomiędzy własnością menedżerską i rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów, gdy ta pierwsza była mniejsza niż 5%. Może to świadczyć, iż zewnątrzni inwestorzy krytyczniej patrzą na właścicieli-menedżerów posiadających niewielkie udziały we własności i wywierają na nich większą presję oraz wymagają większej odpowiedzialności za wyniki.

Wśród przedstawionych w niniejszym rozdziale analiz istotne są również te, które opisują relacje pomiędzy wynikami finansowymi spółek i rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów oraz uwzględniają przy tym moderującą rolę własności menedżerskiej. Jak pokazały te analizy, przy niskim udziale we własności członków zarządów występowały negatywne relacje pomiędzy tym udziałem a wynikami finansowymi mierzonymi zarówno miarą księgową (ROA), jak i miarą rynkową (wskaźnik Q Tobina). Przy większym udziale taka sama relacja była jedynie w odniesieniu do miary księgowej. Ten wynik potwierdza hipotezę 4 i pozwala na stwierdzenie, że menedżerowie najwyższego szczebla polskich spółek publicznych są głównie oceniani na podstawie wyników księgowych, a ich większy udział we własności chroni prezesów spółek przed presją rynków kapitałowych i zwolnieniem w wyniku pogorszenia rynkowej wyceny spółek. To wynika z przynależności polskiego systemu ładu korporacyjnego do grupy systemów kontroli od wewnątrz i zorientowanych sieciowo.

6.6. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a aktywnością rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych

Wyniki wcześniejszych badań dotyczących aktywności rad spółek (liczy ich posiedzeń) były wyjaśniane w oparciu o założenia teorii agencji. W modelu dwupoziomym problem niskiej aktywności rad nadzor-

czych można rozpatrywać również na podstawie założeń teorii hegemonii menedżerskiej (Bohdanowicz, 2014b). Otóż ten model umożliwia redukcję roli rad nadzorczych w spółkach, na co wskazywali już wcześniej niektórzy autorzy (Cadbury, 2002; Jeżak, 2010a). Ten problem może być szczególnie widoczny w spółkach ze znaczącym udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla. Stąd postawiona hipoteza założyła, że własność menedżerska wpływa negatywnie na liczbę posiedzeń rad nadzorczych.

Próba badawcza w opisywanym tu badaniu na temat aktywności rad nadzorczych polskich spółek publicznych objęła 463 roczne obserwacje w 207 spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie pomiędzy 2010 i 2012 r., a pochodzących z sektorów niefinansowych. Liczba obserwacji była zdeterminowana przez dostępność danych, szczególnie na temat liczby posiedzeń rad nadzorczych. Te znajdują się w sprawozdaniach tych organów, które nie są publikowane przez wszystkie spółki, a ponadto część z nich nie zawiera takich danych. Liczba posiedzeń, podobnie jak w innych badaniach światowych, np. N. Vafeasa (1999) czy G. Grieco (2010), była rozumiana jako liczba rzeczywistych spotkań członków rad, bez wideokonferencji lub listownego podejmowania decyzji (w tzw. trybie obiegowym). W tych badaniach stwierdzono, że tylko takie spotkania dają szansę na szczegółowe przedyskutowanie wszystkich problemów, a więc na realne sprawowanie funkcji kontrolnej przez rady. Obok zmiennej zależnej, czyli aktywności rad nadzorczych, w modelu znalazły się inne zmienne: własność menedżerska, liczba komitetów rady nadzorczej, liczebność rady nadzorczej, liczebność zarządu, różnorodność rady nadzorczej 1, rentowność aktywów (ROA), zadłużenie spółki, wielkość spółki. Dane były analizowane za pomocą analizy danych panelowych (modelu z efektem ustalonym).

Tabela 26 zawiera dane dotyczące liczby posiedzeń rad nadzorczych w poszczególnych latach i w całym badanym okresie. Zgodnie z kodeksem spółek handlowych posiedzenia rad nadzorczych powinny być zwoływane w miarę potrzeb, nie rzadziej jednak niż trzy razy w roku obrotowym (art. 389 ksh). Jednak są rady nadzorcze, które spotykają się rzadziej. Minimalna liczba posiedzeń w próbie wyniosła jedno spotkanie. Średnia arytmetyczna dla całej próby wyniosła natomiast 6,4276, a mediana 6 posiedzeń. Najwyższa średnia była dla 2011 r. i wyniosła 6,5253 posiedzenia, natomiast maksimum dla całej próby 27 posiedzeń.

W tabeli 27 przedstawione są szczegółowe relacje pomiędzy liczbą posiedzeń rad nadzorczych i udziałem we własności członków zarządu. Tutaj również widoczna jest różnica pomiędzy średnimi arytmetycznymi dla udziałów we własności członków zarządu w spółkach, które odbywały mniej posiedzeń i tymi, które tych posiedzeń odbywały więcej. Najwyższa

średnia wartość tego udziału była w spółkach, których rady odbyły 4 lub mniej posiedzeń (średnia 27,51), najniższa w tych, których rady odbyły 13 lub więcej posiedzeń (średnia 5,85). Wyniki zawarte w tabeli pokazują dość jednostajny, z niewielkimi wahaniami, spadek średniego udziału we własności członków zarządów wraz ze zmniejszaniem się liczby posiedzeń rad nadzorczych, co także wskazuje na korelację tych zmiennych.

Tabela 26. Statystyki opisowe na temat liczby posiedzeń rad nadzorczych polskich spółek publicznych w latach 2010–2012

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum
2010	6,3552	6	2,9844	1	17
2011	6,5253	6	3,6009	1	27
2012	6,4171	6	3,4411	1	19
Razem	6,4276	6	3,4393	1	27

Źródło: opracowanie własne

Tabela 27. Aktywność rad nadzorczych a udział we własności członków zarządu – statystyki opisowe

Liczba posiedzeń rady nadzorczej	Liczba obserwacji	% obserwacji	Udział we własności członków zarządu	
			średnia arytmetyczna	odchylenie standardowe
4 lub mniej	253	33,69	27,51	29,07
5	108	14,39	22,44	27,69
6	93	12,38	20,56	26,05
7	77	10,25	14,33	25,76
8	66	8,79	16,40	26,03
9	36	4,79	18,41	28,97
10	30	3,99	14,69	27,03
11	31	4,13	16,41	27,74
12	26	3,46	11,80	21,33
13 lub więcej	31	4,13	5,85	14,38

Źródło: opracowanie własne

W kolejnej tabeli (tabeli 28) znajdują się rezultaty analizy regresji Poissona (zmienna zależna została zmierzona jako nieujemna liczba całkowita). Wynika z niej, że zależność pomiędzy własnością menedżerską

a aktywnością rad nadzorczych jest istotna statystycznie i negatywna ($\beta = -0,3155$, $p < 0,05$). Ta negatywna zależność pomiędzy udziałem we własności menedżerów a liczbą posiedzeń rad nadzorczych potwierdza hipotezę o wpływie tego rodzaju własności na aktywność rad nadzorczych i jest zgodna z wynikami różnych badań prowadzonych w modelu jednopoziomowym (Vafeas, 1992; Mendez i Garcia, 2007; Greco, 2010). Te badania wskazywały, że wzrost własności menedżerskiej może prowadzić do redukcji roli rady w spółce, obniżenia jej zdolności do wypełniania funkcji kontrolnej oraz zmniejszenia znaczenia tego organu w procesie podejmowania decyzji strategicznych. Równocześnie sygnalizowały one, opierając się na założeniach teorii agencji, że istnieje substytucyjna zależność pomiędzy tymi dwoma mechanizmami zbliżania interesów właścicieli i menedżerów. Trzeba jednak pamiętać, że dorobek teorii agencji jest szeroki i wymaga ostrożnej interpretacji wyników. Samo zwiększenie udziału we własności menedżerów może działać jak obosieczny miecz. Nadmierna koncentracja własności może prowadzić bowiem nie do maksymalizowania wartości, a raczej nadużyć względem akcjonariuszy mniejszościowych (Shleifer i Vishny, 1997; Holderness, 2003).

Własność menedżerska stymuluje problem opisany przez M. Jensena (1993). Według niego, prezes zarządu (CEO) prawie zawsze ustala porządek obrad posiedzeń rady spółki. M. Jensen pogląd ten odniósł do funkcjonowania rady dyrektorów w modelu jednopoziomowym, gdzie prezes jest członkiem rady dyrektorów i często ją kontroluje. Ten problem występuje również w modelu dwupoziomowym. Został na przykład zauważony przez J. Jeżaka (2010a), który podkreślił, iż często porządek obrad oraz zakres informacji przygotowywanych na posiedzenia rad nadzorczych są określane przez zarządy, co w wielu przypadkach prowadzi do prezentacji niekompletnych informacji. W związku z tym, wyjaśnienie negatywnych relacji pomiędzy własnością menedżerską a aktywnością rad nadzorczych można nie tylko oprzeć na teorii agencji, ale także na teorii hegemonii menedżerskiej oraz wnioskach sformułowanych przez M. Mace'a (1971) oraz J. Lorsch'a i E. MacIver (1989). Wzrost własności menedżerskiej może sprawić, że rada nadzorcza zamieni się w „gumową pieczęć” i „ozdobę na choince” oraz będzie głównie spotykać się na posiedzeniach, aby zatwierdzić decyzje przedłożone przez zarząd. W polskich warunkach są dwa zagrożenia z tym związane. Po pierwsze, prawne, a zarazem dość wąskie, określenie funkcji i zakresu odpowiedzialności rad nadzorczych. Po drugie, chęć zdominowania rad nadzorczych przez właścicieli-menedżerów. Trzeba też pamiętać, że kodeks spółek handlowych w Polsce nie daje silnej pozycji radom nadzorczym, pozostawiając dużą swobodę dla wewnętrznych regulacji korporacyjnych, co może prowadzić do zamieszczenia tam zapisów faworyzujących akcjonariuszy

większościowych i zarządy kosztem akcjonariuszy mniejszościowych oraz rad nadzorczych (Aluchna, 2009).

Różnorodność rady nadzorczej była powiązana w sposób istotny statystycznie oraz pozytywnie z aktywnością rad nadzorczych ($\beta = 0,8852$, $p < 0,001$). Tym samym rady, w których zasiadało więcej kobiet, spotykały się częściej. Dodatkowo stwierdzono również negatywną i istotną statystycznie zależność pomiędzy wartościami wskaźnika ROA i aktywnością rad nadzorczych ($\beta = -0,5329$, $p < 0,05$). Ta zależność pokazuje, iż pogarszające się wyniki spółek wpływają na wzrost aktywności ich organów nadzoru. Na koniec w opisywanym tu badaniu potwierdzono również istotny statystycznie i pozytywny związek pomiędzy liczbą posiedzeń rady nadzorczej a wielkością spółki ($\beta = 0,1082$, $p < 0,001$). Ten związek ma taki sam kierunek, jak związek zaobserwowany przez I. Bricca i N. Chidambarana (2010), gdzie także był istotny statystycznie, ale równocześnie w badaniach N. Vafeasa (1999) i G. Greco (2011) relacja ta nie była istotna statystycznie.

Tabela 28. Relacja pomiędzy własnością menedżerską a aktywnością rad nadzorczych – wyniki analizy regresji Poissona

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna
	aktywność rady nadzorczej
Własność menedżerska	-0,3155* (0,1325)
Liczba komitetów rady nadzorczej	0,0247 (0,0410)
Liczebność rady nadzorczej	-0,0061 (0,0332)
Liczebność zarządu	-0,0280 (0,0235)
Różnorodność rady nadzorczej 1	0,8852*** (0,2020)
Rentowność aktywów (ROA)	-0,5329* (0,2217)
Zadłużenie spółki	-0,3013 (0,1972)
Wielkość spółki	0,1082*** (0,0114)
Kryterium informacyjne Akaike	4,9423
Kryterium Schwarza	5,1112

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

Przeprowadzone analizy i wcześniejsze wyniki badań wskazują, że własność menedżerska wpływa negatywnie na aktywność rad nadzorczych, co potwierdza postawioną hipotezę. Opisane badanie potwierdziło, iż wzrost udziału we własności członków zarządów prowadzi najczęściej do zmniejszenia liczby posiedzeń rad. Obok prawnego umocownia tych organów statutowych, własność menedżerska może być kolejną przyczyną pasywnego ich zachowania i ograniczania roli w spółkach. Nie ma jednak pewności, czy tę relację należy wyjaśniać na podstawie teorii agencji i wskazywać, że własność menedżerska jest substytucyjnym mechanizmem ładu korporacyjnego w stosunku do funkcjonowania rad nadzorczych, w tym liczby ich posiedzeń. Pomocna w wyjaśnieniu tych związków może być również teoria hegemonii menedżerskiej, która odnosi się właśnie do pasywnego zachowania rad spółek i instrumentalnego ich traktowania, w tym przypadku przez właścicieli-menedżerów.

Dominacja zarządu i ograniczenie zwłaszcza kontrolnej funkcji rady, co ma miejsce szczególnie, gdy właściciele-menedżerowie posiadają znaczące pakiety akcji, powodują, iż należałoby także poszukiwać nowych rozwiązań prawnych dla polskich spółek. Jednym z nich może być zmiana modelu organizacji organów statutowych z dwupoziomowego na opcjonalny, czyli danie spółkom możliwości wyboru pomiędzy modelem jednopoziomowym (rada dyrektorów) i dwupoziomowym (zarząd i rada nadzorcza), na co zwracano już uwagę w niektórych polskich opracowaniach (Bohdanowicz, 2014c; Jeżak, 2014). A jak pokazują porównania badań z różnych systemów ładu korporacyjnego, rady dyrektorów są aktywniejsze niż rady nadzorcze (Bohdanowicz, 2014b).

6.7. Wpływ własności menedżerskiej na liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych

Następne badanie dotyczyło relacji pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a liczebnością rad nadzorczych i zarządów. Analiza tych relacji została przeprowadzona na próbie spółek z sektorów niefinansowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych pomiędzy 2008 i 2013 r. Po usunięciu braków danych próba ta liczyła 1928 obserwacji w 393 spółkach. W tabeli 29 znajdują się statystyki opisowe dotyczące liczebności rad nadzorczych w badanej próbie. Średnia arytmetyczna dla całego okresu wyniosła 5,6941, a mediana 5 członków.

Większość rad nadzorczych z próby liczyła zatem najmniejszą wymaganą przez prawo liczbę członków. Sama średnia arytmetyczna jest nieco niższa niż w poprzednim badaniu, przeprowadzonym również na próbie spółek notowanych na GPW w Warszawie, ale we wcześniejszych latach (Bohdanowicz, 2009). Trzeba jednak pamiętać, że w niniejszym badaniu, w przeciwieństwie do poprzedniego, w skład próby wchodziły tylko spółki z sektorów niefinansowych. Wcześniejsze badanie pokazało, że liczebność rad nadzorczych spółek z sektorów finansowych, zwłaszcza banków, jest wyższa, co wpłynęło na różnicę w średnich arytmetycznych. W każdym razie w niniejszej próbie liczebność rad nadzorczych mieściła się w zakresie od 5 członków (minimum) do 15 członków (maksimum). W poszczególnych latach najwyższa średnia arytmetyczna została odnotowana w 2010 r. i wyniosła 5,7195, a najniższa w 2008 r. i wynosiła 5,6731.

Tabela 29. Statystyki opisowe na temat liczebności rad nadzorczych polskich spółek publicznych w latach 2008–2013

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	5,6731	5	1,2072	5	13	312
2009	5,6593	5	1,2244	5	13	317
2010	5,7195	5	1,2738	5	13	328
2011	5,7109	5	1,2963	5	13	339
2012	5,7118	5	1,2649	5	13	347
2013	5,6862	5	1,2531	5	15	341
Razem	5,6941	5	1,552	5	15	1984

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

W kolejnej tabeli (tabeli 30) znajdują się statystyki opisowe dotyczące liczebności zarządów w badanej próbie. Średnia arytmetyczna dla całej próby wyniosła 3,0277, a mediana 3 członków. Jest ona zatem wyższa niż minimalna liczebność zarządów zakładana przez kodeks spółek handlowych. Średnia arytmetyczna zarządów, podobnie jak średnia arytmetyczna rad nadzorczych, jest również z tych samych powodów nieco niższa niż średnia arytmetyczna liczebności zarządów otrzymana we wcześniejszych badaniach prowadzonych także na próbie spółek notowanych na GPW w Warszawie (Bohdanowicz, 2009). Liczebność zarządów mieści się w zakresie od 1 członka (minimum) do 11 członków (maksimum). Na koniec roku 2010 i 2012 to maksimum wynosiło 10 członków. Najwyższa średnia arytmetyczna była w 2008 r. i wyniosła 3,1122, a najniższa w roku 2012, kiedy to wyniosła 2,9625.

Tabela 30. Statystyki opisowe na temat liczebności zarządów polskich spółek publicznych w latach 2008–2013

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	3,1122	3	1,5266	1	11	312
2009	3,0126	3	1,4208	1	11	317
2010	3,0793	3	1,3968	1	10	328
2011	3,0560	3	1,4307	1	11	339
2012	2,9625	3	1,3713	1	10	347
2013	2,9531	3	1,4196	1	11	341
Razem	3,0277	3	1,4283	1	11	1984

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Tabela 31 zawiera dane na temat statystyk opisowych dotyczących relacji pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością rad nadzorczych. Wartości niektórych z tych statystyk, jak wynika z tej tabeli, różnią się w zależności od udziału członków zarządu w strukturach własnościowych. O ile mediana była w każdym przypadku równa 5, to najwyższa średnia arytmetyczna liczebności rad nadzorczych została odnotowana, gdy menedżerowie najwyższego szczebla nie mieli żadnego udziału we własności. Wynosiła ona wtedy 6,1678. Generalnie wraz ze wzrostem tego udziału średnia arytmetyczna liczebności spadała. Gdy udział we własności członków zarządu wynosił od 70,01% do 80,00%, to średnia wyniosła tylko 5,1765, natomiast gdy mieściła się w przedziale od 80,01% do 90,00%, to spadła do 5,1636. Jej najniższa wartość była natomiast wtedy, gdy własność menedżerska była wyższa niż 90,01% i wyniosła 5,1429. W tym przedziale najniższa była jednak również liczba obserwacji (tylko 7). Na podstawie danych zawartych w tabeli 31 można wstępnie stwierdzić, że własność menedżerska negatywnie wpływa na liczebność rad nadzorczych.

Analogicznie w tabeli 32 znajdują się statystyki opisowe dotyczące relacji pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością zarządów polskich spółek publicznych. W tym przypadku najniższa średnia arytmetyczna w badanej próbie została zanotowana, gdy udział menedżerów najwyższego szczebla był wyższy niż 90% i wyniosła 2,7143, a następnie gdy ten udział mieścił się w przedziale pomiędzy 60,01% i 70,00%, kiedy to wyniosła 2,7698 oraz w przedziale od 80,01% do 90,00%, kiedy wyniosła 2,7818. Najwyższa średnia arytmetyczna wyniosła 3,2647 i odnotowano ją, gdy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla mieścił się w przedziale od 10,01% do 20,00%. Mediana we wszystkich przedziałach wynosiła 3 członków. Generalnie relacje pomiędzy własnością

menedżerską a liczebnością zarządów nie są tak jednostajne, jak pomiędzy tą własnością a liczebnością rad nadzorczych, a ocena ich charakteru wymaga dalszych analiz.

Tabela 31. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością rad nadzorczych – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	6,1678	5	1,6410	5	12	459
0,01–10,00	5,8084	5	1,3311	5	15	664
10,01–20,00	5,4191	5	0,7231	5	7	136
20,01–30,00	5,4661	5	0,6850	5	7	118
30,01–40,00	5,3737	5	0,5960	5	7	99
40,01–50,00	5,3289	5	0,7143	5	9	76
50,01–60,00	5,4419	5	1,1269	5	11	129
60,01–70,00	5,3022	5	0,7648	5	11	139
70,01–80,00	5,1765	5	0,4730	5	7	102
80,01–90,00	5,1636	5	0,4162	5	7	55
90,01–100,00	5,1429	5	0,3499	5	6	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Tabela 32. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością zarządów – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	2,9760	3	1,5387	1	9	459
0,01–10,00	3,0468	3	1,4140	1	11	664
10,01–20,00	3,2647	3	1,8361	1	11	136
20,01–30,00	2,8559	3	1,1220	1	5	118
30,01–40,00	2,8788	3	1,0374	1	5	99
40,01–50,00	3,3026	3	1,3574	1	7	76
50,01–60,00	3,2016	3	1,4434	1	8	129
60,01–70,00	2,7698	3	1,0883	1	10	139
70,01–80,00	3,2451	3	1,4033	1	7	102
80,01–90,00	2,7818	3	1,3442	1	6	55
90,01–100,00	2,7143	3	0,8806	1	4	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Te dalsze analizy przeprowadzono za pomocą analizy regresji Poissona (zmiennie zależne zostały zmierzone jako nieujemne liczby całkowite). Zmiennymi zależnymi w tym badaniu były zmienne liczebność rady nadzorczej oraz liczebność zarządu. Wyjaśniały je zmienna własność menedżerska, która była zmienną niezależną oraz zmienne kontrolne: własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa 1, liczba kobiet w radzie nadzorczej, liczba kobiet w zarządzie, wskaźnik Q Tobina, debiut giełdowy, zadłużenie spółki, wielkość spółki i sektor.

Wyniki tej analizy znajdują się w tabeli 33. Wynika z niej, że występuje kilka zależności pomiędzy zmienną niezależną oraz zmiennymi kontrolnymi a zmiennymi zależnymi. Zmienna własność menedżerska była w sposób istotny statystycznie powiązana zarówno z liczebnością rad nadzorczych, jak i liczebnością zarządów. Kierunki tych powiązań były jednak odwrotne i zgodne z założonymi hipotezami 7 i 8. W przypadku związków z liczebnością rad nadzorczych ten kierunek był zatem negatywny ($\beta = -0,0677$, $p < 0,1$), a w przypadku związków z liczebnością zarządów pozytywny ($\beta = 0,1036$, $p < 0,05$). Pierwsza zależność potwierdza również wstępne spostrzeżenia, że udział w strukturach własnościowych członków zarządu wpływa negatywnie na liczebność rad nadzorczych. Druga natomiast, rozwija wstępne analizy i pokazuje, iż wzrost tego udziału wiąże się również ze wzrostem liczebności zarządów. Obie te zależności są także zgodne z wcześniejszymi wynikami badań prowadzonych w Polsce (Bohdanowicz, 2010b). Ta pierwsza zależność może wynikać, podobnie jak było to w przypadku związków, z aktywności rad nadzorczych, z faktu, że w wielu spółkach ze znaczącym udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla następuje ograniczenie roli rad nadzorczych, a właścicielom-menedżerom nie zależy na realizacji przez nie funkcji kontrolnych i często również doradczych oraz na kreowaniu przez rady większej liczby poglądów. Rada w rzeczywistości staje się pasywna. Głównym organem statutowym w spółce staje się wtedy zarząd, stąd pozytywna relacja pomiędzy jego liczebnością a własnością menedżerską.

Przeprowadzone analizy pokazały również, że istnieje statystycznie istotna oraz pozytywna zależność pomiędzy własnością inwestorów instytucjonalnych i liczebnością zarządów ($\beta = 0,2357$, $p < 0,05$). Tym samym w spółkach, w których akcje inwestują finansowi inwestorzy instytucjonalni, zarządy mają większą liczbę członków niż w tych, w których akcje nie inwestują. Podobnie zresztą jak miało to miejsce w przypadku spółek z udziałem własności państwowej, gdzie związki pomiędzy tym udziałem a liczebnością zarządów były istotne statystycznie i pozytywne ($\beta = 0,3770$, $p < 0,001$). Natomiast własność zagranicznych inwestorów była w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązana zarówno

z liczebnością rad nadzorczych ($\beta = 0,1419$, $p < 0,01$), jak i z liczebnością zarządów ($\beta = 0,3922$, $p < 0,001$). Wzrost tej własności prowadzi zatem do zwiększenia liczebności obu organów statutowych.

Liczba kobiet w radzie nadzorczej była w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązana z liczebnością rad nadzorczych ($\beta = 0,0375$, $p < 0,001$), a liczba kobiet w zarządach była również w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązana z liczebnością zarządów ($\beta = 0,1205$, $p < 0,001$). Taka zależność może wskazywać na powoływanie kobiet do organów statutowych polskich spółek publicznych ze względu na płęć, czy inaczej – jak wskazują M. Torchia, A. Calabró i M. Huse (2011) – ich symboliczne powołania (ang. *tokenism*), co prowadzi do pojedynczego udziału kobiet w organach statutowych i nie powoduje przekroczenia masy krytycznej, dzięki której można wykorzystać zalety różnorodności. Co więcej, takie symboliczne powołania mogą wynikać głównie z nacisków społecznych na zwiększenie różnorodności tych organów, również mających odzwierciedlenie w regulacjach kodeksów dobrych praktyk ładu korporacyjnego.

Dodatkowo zadłużenie spółki wpływało pozytywnie i w sposób istotny statystycznie na liczebność rad nadzorczych ($\beta = 0,0856$, $p < 0,1$), ale również istotnie statystycznie, przy czym negatywnie na liczebność zarządów ($\beta = -0,1991$, $p < 0,001$). Takie wyniki mogą wskazywać, iż inwestorzy przykładają większą uwagę do nadzoru nad spółkami bardziej zadłużonymi, a tym samym o większym ryzyku upadłości. Stąd też większa liczebność w tych spółkach organów nadzoru. A równocześnie odpowiedzialność w takich spółkach jest mocniej skoncentrowana w rękach prezesów zarządów, a organy zarządcze muszą szybciej podejmować decyzje, co znajduje swoje odzwierciedlenie w mniejszej liczebności zarządów spółek bardziej zadłużonych.

I wreszcie wielkość spółki wpływała w sposób istotny statystycznie oraz pozytywnie na liczebność rad nadzorczych ($\beta = 0,0847$, $p < 0,001$), a także zarządów ($\beta = 0,0601$, $p < 0,001$). Zarządzanie większymi spółkami i nadzór nad nimi wymagają podjęcia większej liczby decyzji i są bardziej skomplikowane, stąd podobną zależność zauważono również w niektórych wcześniejszych światowych badaniach (Baker i Gompers, 2003; Linck, Netter i Yang, 2008). Co więcej, liczniejsze zarządy, jak wskazują przedstawiane wyniki, mają spółki z sektorów handlowych i usługowych ($\beta = -0,1249$, $p < 0,001$).

Badania zależności pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością organów statutowych polskich spółek publicznych pokazały, że pomiędzy nimi istnieją związki, a własność ta wpływa negatywnie na liczebność rad nadzorczych i pozytywnie na liczebność zarządów. Jak zostało wcześniej wspomniane, kierunki tych zależności mogą wynikać z dążenia do

Tabela 33. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością organów statutowych polskich spółek publicznych – wyniki analizy regresji Poissona

Zmienna niezależna i zmienne kontrolne	Zmienna zależna	
	liczebność rady nadzorczej	liczebność zarządu
Własność menedżerska	-0,0677† (0,0393)	0,1036* (0,0518)
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,0638 (0,0603)	0,2357** (0,0805)
Własność państwa 1	-0,0377 (0,0790)	0,3770*** (0,1062)
Własność zagranicznych inwestorów	0,1419** (0,0483)	0,3922*** (0,0632)
Liczba kobiet w radzie nadzorczej	0,0375*** (0,0107)	
Liczba kobiet w zarządzie		0,1205*** (0,0208)
Q Tobina	0,0137 (0,0136)	-0,0147 (0,0190)
Debiut giełdowy	-0,0010 (0,0020)	-0,0015 (0,0027)
Zadłużenie spółki	0,0856† (0,0481)	-0,1991** (0,0660)
Wielkość spółki	0,0847*** (0,0020)	0,0601*** (0,0027)
Sektor	0,0072 (0,0200)	-0,1249*** (0,0277)
Kryterium informacyjne Akaike	3,7640	3,3773
Kryterium Schwarza	3,7929	3,4062

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

ograniczenia roli rad nadzorczych w spółkach, gdzie udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest znaczny, i wzmocnienia w nich zarządów. Te relacje mogą wskazywać również pośrednio, iż realizacja podstawowej funkcji rady nadzorczej, którą jest sprawowanie stałego nadzoru nad spółką we wszystkich dziedzinach jej działalności (ksh art. 382 § 1), może być w wielu spółkach utrudniona właśnie ze względu na wysoki udział we własności członków zarządów oraz wynikającą z tego dominującą rolę tych organów statutowych. Jest to zresztą

zgodne ze stwierdzeniem D. Denisa, D. Denis i A. Sarina (1997), którzy podkreślili, iż własność menedżerska zmniejsza efektywność wewnętrznych mechanizmów monitorowania menedżerów najwyższego szczebla.

6.8. Własność menedżerska a różnorodność organów statutowych polskich spółek publicznych

Weryfikację hipotez na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a różnorodnością organów statutowych (rad nadzorczych i zarządów) pod względem płci w polskich spółkach publicznych została przeprowadzona na próbie 1984 rocznych obserwacji w 293 spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2013. W tabeli 34 znajdują się statystyki opisowe dotyczące różnorodności pod względem płci zarządów polskich spółek publicznych z badanej próby. Średnia arytmetyczna udziału kobiet w tych organach statutowych (w tabeli wyrażona jako ułamek dziesiętny), bo tak mierzono różnorodność, wyniosła 11,92%. Natomiast mediana 0%. Warto jeszcze dodać, iż mediana wyniosła 0% nie tylko dla wszystkich obserwacji, ale również dla poszczególnych lat. Stąd w co najmniej połowie zarządów spółek z badanej próby nie było kobiet. Natomiast najwyższą średnią arytmetyczną odnotowano w roku 2013 i wyniosła ona 13,04%. W porównaniu do roku 2008, kiedy to średnia wyniosła 10,64% i była najniższa w badanym okresie, udział kobiet w zarządach w ciągu sześciu lat wzrósł o blisko 2,5%, a tym samym nieznacznie zwiększyła się różnorodność tych organów statutowych.

W kolejnej tabeli, tj. tabeli 35, analogicznie znajdują się statystyki opisowe na temat różnorodności pod względem płci rad nadzorczych spółek z badanej próby. Średnia arytmetyczna udziału kobiet w tych organach statutowych dla wszystkich obserwacji, również przedstawiona w tabeli w ułamkach dziesiętnych, wyniosła 14,15%. Procentowy udział kobiet w radach nadzorczych jest wyższy niż ten sam udział w zarządach, tym samym stopień ich różnorodności jest nieco wyższy. Najwyższą wartość średniej arytmetycznej odnotowano w 2011 r., gdy wyniosła ona 14,49%, a najniższą w 2009 r., gdy wyniosła 13,85%. Wartości średniej arytmetycznej nie wskazują na znaczący wzrost różnorodności rad nadzorczych w badanym okresie. Mediana dla wszystkich obserwacji wyniosła 12,5%,

a tylko w 2008 r. wyniosła 0%. Później jej wartości wzrosły, by w 2013 r. osiągnąć poziom 14,29%. Takie same jej wartości odnotowano jednak wcześniej, czyli w 2010 i 2011 r.

Tabela 34. Statystyki opisowe na temat różnorodności pod względem płci zarządów (udział kobiet w zarządzie) polskich spółek publicznych w latach 2008–2013

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	0,1064	0,0000	0,2043	0,0000	1,0000	312
2009	0,1162	0,0000	0,2134	0,0000	1,0000	317
2010	0,1229	0,0000	0,2256	0,0000	1,0000	328
2011	0,1221	0,0000	0,2244	0,0000	1,0000	339
2012	0,1160	0,0000	0,2215	0,0000	1,0000	347
2013	0,1304	0,0000	0,2430	0,0000	1,0000	341
Razem	0,1192	0,0000	0,2228	0,0000	1,0000	1984

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Tabela 35. Statystyki opisowe na temat różnorodności pod względem płci rad nadzorczych (udział kobiet w radzie nadzorczej) polskich spółek publicznych w latach 2008–2013

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	0,1398	0,0000	0,1822	0,0000	1,0000	312
2009	0,1385	0,1111	0,1675	0,0000	0,8000	317
2010	0,1433	0,1429	0,1699	0,0000	0,8000	328
2011	0,1449	0,1429	0,1714	0,0000	0,8000	339
2012	0,1393	0,1250	0,1704	0,0000	0,8000	347
2013	0,1437	0,1429	0,1732	0,0000	1,0000	341
Razem	0,1415	0,1250	0,1724	0,0000	1,0000	1984

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Tabela 36 zawiera zestawienie na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a różnorodnością zarządów polskich spółek publicznych. Wynika z niego, że w spółkach, gdzie udział we własności członków zarządów nie występuje, relatywnie wysoki jest udział kobiet w zarządach i jego średnia arytmetyczna wynosi 15,57%. Później średnia ta gwałtownie spada, tj. gdy własność menedżerska w spółkach występuje, ale jest równa lub niższa niż 10%, udział kobiet w organach zarządczych spółek

spada do poziomu 9,88% (średnia arytmetyczna), później w przedziale własności menedżerskiej od 10,01% do 20% średnia arytmetyczna udziału kobiet wzrasta do poziomu 11,42%, by znów w przedziale tej własności mieszczącym się od 20,01% do 30% spaść do najniższego poziomu i wynieść 3,69%. Od tego poziomu następuje systematyczny wzrost średniej arytmetycznej udziału kobiet w zarządach i tym samym różnorodności tych organów wraz ze wzrostem udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla. Gdy własność ta mieści się w przedziale od 30,01% do 40%, średnia arytmetyczna udziału kobiet wynosi 7,17%, by w kolejnych przedziałach wzrastać i gdy udział we własności członków zarządów jest większy niż 90%, wynieść aż 19,05%. Trzeba jednak wspomnieć, że liczba obserwacji w tym przypadku jest najniższa. Te wstępne wyniki pokazują, że występują pozytywne relacje pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a różnorodnością zarządów mierzoną jako udział kobiet w tych organach statutowych.

Tabela 36. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a różnorodnością zarządów – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	0,1557	0,0000	0,2692	0,0000	1,0000	459
0,01–10,00	0,0988	0,0000	0,1910	0,0000	1,0000	663
10,01–20,00	0,1142	0,0000	0,1872	0,0000	0,6000	136
20,01–30,00	0,0369	0,0000	0,1245	0,0000	0,6667	118
30,01–40,00	0,0717	0,0000	0,1699	0,0000	1,0000	99
40,01–50,00	0,1177	0,0000	0,2190	0,0000	1,0000	77
50,01–60,00	0,1290	0,0000	0,2084	0,0000	1,0000	129
60,01–70,00	0,1348	0,0000	0,2047	0,0000	0,6667	139
70,01–80,00	0,1642	0,0000	0,2695	0,0000	1,0000	102
80,01–90,00	0,1833	0,0000	0,3237	0,0000	1,0000	55
90,01–100,00	0,1905	0,0000	0,3499	0,0000	1,0000	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Analogicznie w tabeli 37 znajduje się zestawienie dotyczące relacji pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla polskich spółek publicznych a różnorodnością rad nadzorczych mierzoną udziałem kobiet w tych organach statutowych. Wyniki są podobne do przedstawionych powyżej. Początkowo, tj. gdy członkowie zarządu nie posiadają udziału we własności, udział kobiet w radach nadzorczych

jest relatywnie wysoki i jego średnia arytmetyczna wynosi 13,87%, by spaść, gdy udział menedżerów we własności występuje, ale wynosi 10% lub mniej procent. Wtedy średnia arytmetyczna udziału kobiet wynosi 10,20%. Następnie wartości tej średniej z małymi wahaniami systematycznie wzrastają (nieznaczne spadki w stosunku do poprzedzających przedziałów występują jedynie w przedziałach własności menedżerskiej wynoszących 30,01–40,00% i 50,01–60,00%) i gdy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest większy niż 90%, występuje największy stopień różnorodności rad nadzorczych, a średnia arytmetyczna udziału kobiet w tych organach statutowych wynosi 50,48%. Tak jak stwierdzono wcześniej, trzeba wspomnieć, iż liczba obserwacji w tym przedziale własności menedżerskiej jest najniższa. Również tak jak miało to miejsce w przypadku zestawienia na temat relacji pomiędzy tą własnością a różnorodnością zarządów, wstępne wyniki pokazują, iż występują pozytywne związki pomiędzy udziałem we własności członków zarządów a różnorodnością rad nadzorczych mierzoną jako udział kobiet w tych organach statutowych.

Tabela 37. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a różnorodnością rad nadzorczych – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	0,1387	0,1250	0,1555	0,0000	0,8000	459
0,01–10,00	0,1020	0,0000	0,1424	0,0000	0,8000	863
10,01–20,00	0,1197	0,0000	0,1632	0,0000	0,6000	136
20,01–30,00	0,1322	0,0000	0,1917	0,0000	0,6667	118
30,01–40,00	0,1275	0,0000	0,1468	0,0000	0,6000	99
40,01–50,00	0,1526	0,1667	0,1796	0,0000	0,6000	77
50,01–60,00	0,1464	0,1667	0,1543	0,0000	0,6000	129
60,01–70,00	0,1764	0,2000	0,1673	0,0000	0,8000	139
70,01–80,00	0,2590	0,2000	0,2207	0,0000	0,8000	102
80,01–90,00	0,3619	0,4000	0,2390	0,0000	1,0000	55
90,01–100,00	0,5048	0,4000	0,2639	0,0000	1,0000	7

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Badanie opisywanych tu zależności przeprowadzono za pomocą analizy danych panelowych (model z efektem ustalonym). Zmiennymi zależnymi w tym badaniu były zmienne opisujące różnorodność organów statutowych, tj. różnorodność rad nadzorczych 1 (udział kobiet w radzie

nadzorczej) oraz różnorodność zarządów 1 (udział kobiet w zarządzie). Wyjaśniały je zmienne: własność menedżerska, własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa 1, liczebność w radzie nadzorczej, liczebność zarządu, wskaźnik Q Tobina, debiut giełdowy, zadłużenie spółki, wielkość spółki i sektor.

Tabela 38 zawiera wyniki tej analizy. Potwierdzają one wstępne wyniki przedstawione we wcześniejszych tabelach. Relacje pomiędzy zmienną niezależną (własność menedżerska) były pozytywne i statystycznie istotne zarówno ze zmienną różnorodność zarządu 1 ($\beta = 0,0736$, $p < 0,05$), jak i zmienną różnorodność rady nadzorczej 1 ($\beta = 0,0417$, $p < 0,05$). Wyniki te potwierdzają hipotezy 9 i 10 oraz wskazują, że czym większy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla, tym większa różnorodność obu organów statutowych, a sposób pomiaru różnorodności w niniejszym badaniu wskazuje także, że również większy udział kobiet w radach nadzorczych i zarządach. W literaturze światowej rzadko odnoszono się bezpośrednio do tej relacji. M. Nekhili i H. Gatfaoui (2013), badając spółki francuskie, stwierdzili jedynie, że większa własność menedżerska nie wpływa w sposób istotny statystycznie na udział kobiet w radach spółek. Tym samym wyniki niniejszego badania uzupełniają ich badania, pokazując, że dla polskich spółek taka zależność istnieje i ma charakter pozytywny.

Ponadto zaobserwowano kilka zależności pomiędzy zmiennymi kontrolnymi a zmiennym niezależnymi. Po pierwsze, występowała negatywna i istotna statystycznie relacja pomiędzy własnością inwestorów instytucjonalnych a różnorodnością rad nadzorczych 1 ($\beta = -0,0879$, $p < 0,01$). Taka zależność wskazuje, że inwestorzy instytucjonalni w Polsce nie przykładają większej wagi do różnorodności organów statutowych i nie daje ona podstaw do stwierdzenia, że promują wzrost udziału kobiet w radach nadzorczych. Na podobną zależność wskazywali M. Nekhili i H. Gatfaoui (2013), choć przeciwne wyniki otrzymali na przykład J. Oehmichen, M. Rapp i M. Wolff (2012).

Po drugie, własność państwa 1 była pozytywnie i w sposób statystycznie istotny powiązana z różnorodnością zarządu 1 ($\beta = 0,1790$, $p < 0,05$). Ten wynik może wskazywać, że własność państwowa promuje różnorodność w zarządach spółek, która w tym przypadku odnosi się do zwiększenia liczby kobiet w organach zarządczych spółek publicznych. Odpowiada to oczekiwaniom społecznym w Polsce wyrażonych choćby w *Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW*. Mając to na uwadze, S. Terjesen i V. Singh (2008) stwierdzili, iż politycy pod naciskami społecznymi chętnie odpowiadają na oczekiwania społeczne w zakresie wzrostu udziału kobiet w różnych dziedzinach życia, włączając w to biznes. Wyjaśnia to opisaną zależność.

Po trzecie, zaobserwowano istotne statystycznie i negatywne relacje pomiędzy liczebnością rady nadzorczej a różnorodnością rady nadzorczej 1 ($\beta = -0,0126$, $p < 0,01$). Takie wyniki mogą wskazywać, że czym większa liczebność rad nadzorczych, tym mniejszy udział w nich kobiet. Znak zależności w tym badaniu jest przeciwny do stwierdzonego w wielu innych badaniach na temat udziału kobiet w organach statutowych (Agrawal i Knoeber, 2001; Bianco, Ciavarella i Signoretti, 2011; Carter, Simkins i Simpson, 2003). Tym samym ta zależność wymaga dalszych obserwacji.

Po czwarte, wartości wskaźnika Q Tobina były w sposób istotny statystycznie i negatywnie powiązane z różnorodnością zarządów 1 ($\beta = -0,0141$, $p < 0,1$). Ten wynik jest sprzeczny z ogólnym założeniem, że różnorodność wpływa pozytywnie na funkcjonowanie organów statutowych i w rezultacie przyczynia się do poprawy wyników spółek. Również niejednoznaczne są rezultaty badań na temat relacji pomiędzy udziałem kobiet w organach statutowych i wynikami spółek, a dodatkowo są one obciążone problemem endogeniczności (Ahern i Dittmar, 2012; Campbell i Minguez-Vera, 2008).

Po piąte, pomiędzy zmienną debiutu giełdowego a zmienną różnorodność rady nadzorczej 1 występowała statystycznie istotna i negatywna zależność ($\beta = -0,1664$, $p < 0,001$). Tym samym na podstawie zgromadzonych danych i przy zastosowanej metodzie ich analizy można stwierdzić, iż spółki, które wcześniej zadebiutowały na GPW w Warszawie i mają większe doświadczenie na rynku kapitałowym, w mniejszym stopniu dążą do zapewnienia różnorodności swoich organów nadzorczych.

Po szóste, wielkość spółki była w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązana z różnorodnością zarządu 1 ($\beta = 0,0217$, $p < 0,05$). Ten wynik pokazuje, że różnorodność organów zarządczych osiąga wyższy stopień w większych spółkach. W przypadku różnorodności mierzonej jako udział kobiet w organach statutowych spółek, ta zależność wskazuje również, że kobietom może być łatwiej znaleźć się w zarządach dużych spółek, na co zresztą wskazywały także niektóre wcześniejsze badania (Hillman, Shropshire i Cannella 2007). Należy jednak dodać, że niektóre z badań sygnalizowały też odwrotną zależność (Campbell i Minguez-Vera, 2008).

Niniejsze badania potwierdziły, że własność menedżerska wpływa pozytywnie na różnorodność zarówno rad nadzorczych, jak i zarządów polskich spółek publicznych. Ta różnorodność była mierzona jako udział kobiet w organach statutowych. Teoretyczne rozważania nad jej przesłankami pokazują, a opisują to również teoria sygnałów oraz teoria zależności zasobowej, że wzrost różnorodności tych organów prowadzi do poprawy reputacji spółek i jest pozytywnym sygnałem dla interesariuszy, że wykorzystują one jej różne zalety. Opisane powyżej wyniki badań mogą wskazywać, że chętnie po ten instrument sięga własność menedżerska.

Tabela 38. Relacje pomiędzy różnorodnością organów statutowych a własnością menedżerską – wyniki analizy danych panelowych

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienne zależne	
	różnorodność zarządu 1	różnorodność rady nadzorczej 1
Własność menedżerska	0,0736* (0,0303)	0,0417* (0,0199)
Własność inwestorów instytucjonalnych	-0,0152 (0,0448)	-0,0879** (0,0295)
Własność państwa 1	0,1790* (0,0894)	0,0314 (0,0588)
Liczebność rady nadzorczej		-0,0126** (0,0042)
Liczebność zarządu	-0,0029 (0,0052)	
Wskaźnik Q Tobina	-0,0141† (0,0079)	0,0038 (0,0052)
Debiut giełdowy	-0,0952 (0,0737)	-0,1664*** (0,0485)
Zadłużenie spółki	0,0360 (0,0371)	0,0044 (0,0244)
Wielkość spółki	0,0217* (0,0108)	-0,0089 (0,0070)
Sektor	0,0059 (0,1809)	0,0068 (0,1190)
Stała	0,4504 (0,6335)	1,7145*** (0,4163)
Skorygowany R-kwadrat	0,6660	0,7578

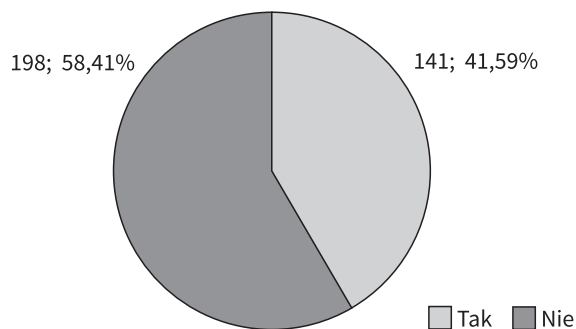
Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

W badaniu nie mierzono różnorodności za pomocą innych cech osobowych, a takie badania przeprowadzane są coraz częściej na świecie (Mallin i Farag, 2015). Tym samym niniejsze badania dają również podstawy do dalszych rozważań na temat różnorodności rad nadzorczych i zarządów, które pozwoliłyby na wyciągnięcie kolejnych wniosków oraz przyczyniły się do pogłębienia wiedzy na temat determinant różnorodności organów statutowych i jej wpływu na efektywność funkcjonowania spółek.

6.9. Niezależność w radach nadzorczych polskich spółek publicznych a własność menedżerska

Kolejne analizy dotyczyły niezależności w radach nadzorczych polskich spółek publicznych oraz relacji pomiędzy nią a własnością menedżerską. Pierwsza część badań na te tematy dotyczyła zapisów w statutach spółek na temat niezależności członków rad (ich udziału w radzie nadzorczej i ewentualnie kryteriów niezależności). Próbę stanowiły tu spółki z sektorów niefinansowych notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych na koniec 2013 r. Łącznie analizowano dane na temat 339 spółek. Zapisy na temat powoływania członków niezależnych do rad nadzorczych znalazły się w statutach 141 z nich, co stanowiło 41,59% obserwacji. Takich zapisów nie było w przypadku 198 obserwacji, czyli 58,41% (rysunek 9).



Rysunek 9. Zapisy w statucie spółki na temat niezależności członków rady

Źródło: opracowanie własne

Szczegółowe zestawienia na temat liczby zapisów oraz obserwacji z uwzględnieniem różnych przedziałów własności menedżerskiej znajdują się w tabeli 39. Gdy własność menedżerska nie występuje, to na 85 obserwacji w 36 przypadkach znalazł się taki zapis (42,35% obserwacji), natomiast gdy własność taka występuje, to najwyższy procent obserwacji, gdzie w statucie jest zapis na temat niezależności, zaobserwowano przy własności menedżerskiej mieszczącej się w przedziale od 80,01% do 100%. W tym przedziale własności na 11 obserwacji w 6 statutach znalazł się taki zapis (54,55% obserwacji dla tego przedziału). Najniższy procent zapisów był natomiast, gdy własność menedżerska mieściła się w przedziale od 20,01% do 40%. Wtedy to na 43 obserwacje zanotowano zapisy w statutach 15 spółek (34,88% obserwacji dla tego przedziału).

Tabela 39. Własność menedżerska a zapisy w statucie spółki na temat niezależności

Własność menedżerska (%)	Zapis w statucie spółki o niezależności	Liczba obserwacji	%
0	36	85	42,35
0,01–20,00	51	129	39,53
20,01–40,00	15	43	34,88
40,01–60,00	15	31	48,39
60,01–80,00	18	40	45,00
80,01–100,00	6	11	54,55

Źródło: opracowanie własne

W dalszej części tego badania przeprowadzono analizę regresji logitowej, gdzie zmienną zależną był zapis na temat niezależności w statucie spółki (zmienna zero-jedynkowa). Zmienną niezależną była własność menedżerska, a do modelu wprowadzono również zmienne kontrolne opisujące struktury własnościowe, charakterystyki organów statutowych oraz charakterystyki spółek, tj.: własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa 1, własność zagranicznych inwestorów, liczebność rady nadzorczej, wyniki spółki (wskaźnik ROA), zadłużenie spółki oraz wielkość spółki.

W tabeli 40 znajdują się wyniki tej analizy. Nie potwierdziła ona żadnej statystycznie istotnej zależności pomiędzy zmiennymi opisującymi strukturę własnościową a występowaniem w statutach spółek zapisów na temat niezależności. Nie było zatem takiej zależności pomiędzy tym zapisem a własnością menedżerską. Jedynie w przypadku dwóch zmiennych kontrolnych występowały istotne statystycznie zależności. Chodzi tu o pozytywną relację pomiędzy liczebnością rady nadzorczej a występowaniem w statucie zapisu na temat niezależności ($\beta = 0,2162$, $p < 0,05$) oraz negatywną relację pomiędzy wielkością spółki a występowaniem tego zapisu ($\beta = -0,0935$, $p < 0,01$). Zapisy częściej występowały zatem w tych spółkach, które miały liczniejsze rady nadzorcze, a rzadziej w większych spółkach.

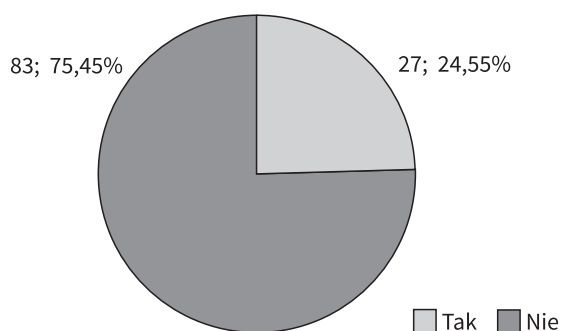
Druga część badania na temat niezależności dotyczyła ujawniania w raportach rocznych informacji, kto jest niezależnym członkiem rady nadzorczej. Badaniem tym objęto spółki z indeksów WIG30, mWIG40 oraz sWIG80 na koniec 2013 r. Na 110 spółek tej próby informacje, kto jest członkiem niezależnym ujawniono w 27 raportach rocznych, co stanowiło 23,55% obserwacji. Takich informacji nie odnaleziono w 83 raportach, co stanowiło 75,45% obserwacji (rysunek 10).

Tabela 40. Własność menedżerska a zapisy na temat niezależności członków rady nadzorczej w statucie spółki – wyniki analizy regresji logitowej

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna
	zapis na temat niezależności w statucie spółki
Własność menedżerska	0,4110 (0,4314)
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,6966 (0,7396)
Własność państwa 1	1,3455 (0,9806)
Własność zagranicznych inwestorów	-0,1748 (0,6153)
Liczebność rady nadzorczej	0,2162* (0,1085)
Rentowność aktywów (ROA)	-0,1995 (0,8803)
Zadłużenie spółki	0,1721 (0,2442)
Wielkość spółki	-0,0935** (0,0339)
Kryterium informacyjne Akaike	1,3821
Kryterium Schwarzera	1,4724

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne



Rysunek 10. Ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej

Źródło: opracowanie własne

W tabeli 41 znajduje się zestawienie na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a ujawnianiem w raportach rocznych informacji na temat niezależności członków rad. Najwięcej, bo po 11 przypadków ujawniania informacji odnotowano, gdy własność menedżerska była na najniższym poziomie, tj. gdy członkowie zarządów nie posiadali udziałów we własności (31,43% obserwacji) lub ich udziały mieściły się w przedziale od 0,01% do 20% (30,56% obserwacji).

Tabela 41. Własność menedżerska a ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej

Własność menedżerska (%)	Ujawnianie w raporcie rocznym informacja o niezależnych członkach	Liczba obserwacji	%
0	11	35	31,43
0,01–20,00	11	36	30,56
20,01–40,00	2	14	14,29
40,01–60,00	3	10	30,00
60,01–80,00	0	2	0,00
Razem	27	110	23,55

Źródło: opracowanie własne

Również tutaj przeprowadzono analizę regresji logistycznej, gdzie zmienną zależną była zmienna zero-jedynkowa opisująca ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej, a zmienną niezależną własność menedżerska. Do modelu wprowadzono również zmienne kontrolne: własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa 1, liczebność rady nadzorczej, wyniki spółki (wskaźnik ROA), zadłużenie spółki i wielkość spółki.

Wyniki tej analizy znajdują się w tabeli 42. W tym badaniu również nie udało się potwierdzić statystycznie istotnej zależności pomiędzy zmienną zależną i zmienną niezależną. Przeprowadzona analiza nie pozwalała na stwierdzenie, że własność menedżerska w sposób istotny statystycznie wpływa na ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej. Co więcej, na to ujawnianie w ten sam sposób nie wpływały pozostałe zmienne opisujące struktury własnościowe. Podobnie jak w poprzednim badaniu, prowadzonym na innej próbie, ale dotyczącym również niezależności w radach, stwierdzono jedynie statystycznie istotny wpływ, tym razem na ujawnianie informacji o tej niezależności w raportach rocznych, liczebności rad nadzorczych i wielkości spółki. Tak samo jak wcześniej, wpływ liczebności był pozytywny ($\beta = 0,4531$, $p < 0,05$), a wielkości spółki negatywny ($\beta = -0,1503$, $p < 0,05$).

Tabela 42. Własność menedżerska a ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej – wyniki analizy regresji logitowej

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna
	ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej
Własność menedżerska	-1,0269 (1,4432)
Własność inwestorów instytucjonalnych	-2,2353 (1,8041)
Własność państwa 1	-0,9030 (1,4487)
Liczebność rady nadzorczej	0,4531** (0,1542)
Rentowność aktywów (ROA)	-3,4160 (3,5321)
Zadłużenie spółki	-0,5362 (1,0795)
Wielkość spółki	-0,1503** (0,0570)
Kryterium informacyjne Akaike	1,1124
Kryterium Schwarzera	1,2842

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

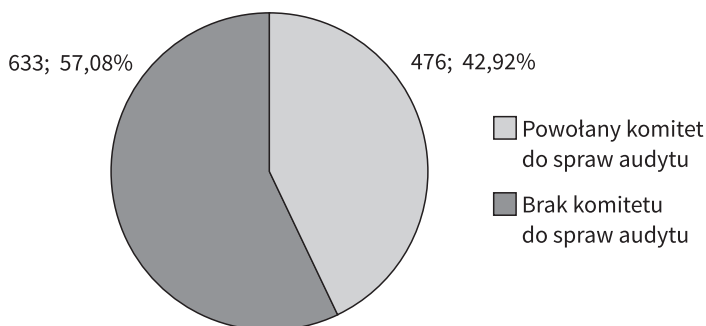
Źródło: opracowanie własne

Przeprowadzone analizy nie pozwoliły na stwierdzenie istotnej statystycznie zależności pomiędzy własnością menedżerską a niezależnością w radach nadzorczych. Nie udało się zatem potwierdzić hipotezy 11. Tym samym zastosowana metoda i zebrane dane nie dają podstaw do stwierdzenia, że taka zależność występuje.

6.10. Własność menedżerska a obowiązkowe i dobrowolne powoływanie komitetów rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych

Badania relacji pomiędzy własnością menedżerską a obowiązkowym (komitet do spraw audytu) i dobrowolnym (komitet do spraw wynagrodzeń) powoływaniem komitetów przez rady nadzorcze przeprowadzono

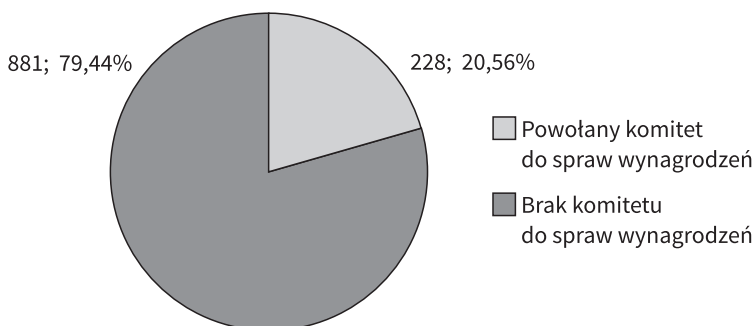
na próbie 1109 obserwacji w 292 spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2013 (Bohdanowicz, 2015). Kolejne dwa rysunki przedstawiają zestawienia dotyczące ich wyodrębnienia. Wyniki przedstawione na pierwszym z nich, tj. na rysunku 11, pokazują, że w 42,92% obserwacji (łącznie 476 przypadków) były powoływane komitety do spraw audytu, natomiast w 57,08% nie powołano ich.



Rysunek 11. Powołanie komitetu do spraw audytu – liczba i procent obserwacji

Źródło: opracowanie własne

Natomiast, jak pokazuje drugi z tych rysunków, czyli rysunek 12, komitety do spraw wynagrodzeń były wyodrębnione tylko w 20,56% obserwacji (228 analizowanych przypadków). W 79,44% obserwacjach nie powołano tego komitetu.



Rysunek 12. Powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń – liczba i procent obserwacji

Źródło: opracowanie własne

Są to wyniki niższe niż na przykład zaprezentowane przez E. Carson (2002) dla spółek australijskich, gdzie udział tych komitetów wynosił odpowiednio 84% i 57%. Ta różnica może wynikać z odmiennej roli, jaką odgrywają komitety rad w modelu jednopoziomowym, gdzie przecież rady dyrektorów pełnią także pewne funkcje zarządcze. W modelu dwupoziomowym rady nadzorcze pełnią wyłącznie funkcje nadzorcze, natomiast zadania, które wypełniają poszczególne komitety są podstawowymi funkcjami tych organów statutowych. Stąd na przykład w raportach dotyczących stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego przez polskie spółki publiczne zdarzają się stwierdzenia, iż zadania komitetu do spraw audytu wykonuje cała rada albo rada nadzorcza powołała komitet do spraw audytu, ale w jego skład wchodzi wszyscy członkowie rady. W bardzo wielu raportach, co pokazują również wcześniej przedstawione rysunki, jest jednoznacznie stwierdzone, że rada nadzorcza nie wyodrębniła żadnego komitetu.

Szegółowe analizy relacji pomiędzy udziałem we własności członków zarządu a powoływaniem komitetów do spraw audytu i komitetów do spraw wynagrodzeń przeprowadzono za pomocą analizy regresji logitowej. Zmiennymi zależnymi w tym badaniu były zmienne powołanie komitetu do spraw audytu i powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń. Wyjaśniały je zmienna niezależna własność menedżerska oraz zmienne kontrolne: aktywność rady nadzorczej, wynagrodzenie członków zarządu, liczebność w radzie nadzorczej, różnorodność rady nadzorczej 1, własność inwestorów instytucjonalnych, wielkość spółki, rentowność aktywów (ROA), wskaźnik Q Tobina, zadłużenie spółki i sektor, a także zmienne zero-jedynkowe opisujące rok obserwacji.

Wyniki tej analizy znajdują się w tabeli 43. Wskazuje ona, że pomiędzy własnością menedżerską a powołaniem komitetu do spraw audytu jest istotna statystycznie i negatywna relacja ($\beta = -1,1379$ i $p < 0,001$), podobnie zresztą jak pomiędzy własnością menedżerską a powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń ($\beta = -1,0754$ i $p < 0,01$). Te wyniki potwierdzają hipotezę 12 i hipotezę 13 oraz wskazują, że wzrost udziału we własności członków zarządu zmniejsza skłonność rad do wyodrębniania komitetów. Co więcej, takie wyniki mogą prowadzić do konkluzji, że pomiędzy mechanizmami ładu korporacyjnego występują relacje substytucyjne, tak jak zakładały to na podstawie założeń teorii agencji niektóre wcześniejsze badania (Greco, 2010; Linck, Netter i Yang, 2008; Weir, Laing i McKnight, 2003). Choć również należy pamiętać, że zwłaszcza w modelu dwupoziomowym, gdzie odpowiedzialność członków obu organów statutowych związana z odmiennymi funkcjami jest inna, opisana tu relacja może wynikać z dążenia do ograniczania roli rad nadzorczych przez mających znaczące udziały we własności spółek członków zarządów

(Bohdanowicz, 2014b). W tym przypadku może to znajdować swoje odbicie w mniejszej skłonności do powoływania komitetów do spraw audytu lub komitetów do spraw wynagrodzeń. Na dodatek traktowanie własności menedżerskiej i komitetów rad spółek jako substytucyjnych mechanizmów ładu korporacyjnego może także wzbudzać kontrowersje, skoro rezultaty badań, zwłaszcza na temat relacji pomiędzy tą pierwszą a wynikami finansowymi spółek, są niejednoznaczne, co może podważać zaufanie do niej jako mechanizmu zbliżania interesów wszystkich akcjonariuszy i menedżerów. W modelach kontroli od wewnątrz, gdzie struktury własnościowe są skoncentrowane, można w równym stopniu uznać, że wyższy udział menedżerów najwyższego szczebla we własności spółek może nawet prowadzić do wzrostu zagrożenia konfliktem agencji typu II.

Przeprowadzone analizy wskazują również na występowanie wielu związków pomiędzy powołaniem komitetów a zmiennymi kontrolnymi. Po pierwsze, aktywność rady nadzorczej jest istotnie statystycznie i negatywnie powiązana z powołaniem komitetu do spraw audytu ($\beta = -0,0721$ i $p < 0,01$). Nie stwierdzono natomiast statystycznie istotnej zależności pomiędzy aktywnością rady nadzorczej a powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń. Zaobserwowana zależność jest zgodna z tą, którą również zaobserwował N. Vafeas (1999). Autor ten stwierdził, że czym większa liczba zadań przekazana do wykonania komitetom rady, tym ich mniej wykonuje rada jako całość. W tym przypadku rada zajmuje się przede wszystkim zatwierdzaniem rekomendacji członków komitetu w sprawach, do których został on powołany, a posiedzenia komitetów mają substytucyjny charakter wobec posiedzeń całego organu i stąd liczba posiedzeń tego organu jest mniejsza.

Po drugie, wynagrodzenie członków zarządu jest w sposób istotny statystycznie i negatywnie powiązane z powołaniem komitetu do spraw audytu ($\beta = -0,6974$ i $p < 0,001$) oraz powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń ($\beta = -0,5498$ i $p < 0,001$). Wynagrodzenie menedżerskie i powołanie komitetów rady są postrzegane jako mechanizmy łagodzenia konfliktu agencji (Jensen i Murphy, 1990; Klein, 1998). Negatywna zależność pomiędzy tymi zmiennymi może potwierdzać opinie o substytucyjnym charakterze różnych mechanizmów ładu korporacyjnego, co zostało już wcześniej podkreślone (Greco, 2010; Rediker i Seth, 1995), choć podobnie jak opisano to przy wyjaśnianiu relacji pomiędzy własnością menedżerską a powołaniem komitetów, może wynikać z występowania konfliktu agencji typu II.

Po trzecie, liczebność rady nadzorczej jest powiązana pozytywnie i w sposób istotny statystycznie z powołaniem komitetu do spraw audytu ($\beta = 1,5061$ i $p < 0,001$) oraz w taki sam sposób z powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń ($\beta = 0,5545$ i $p < 0,001$). Te związki potwier-

dzają, że w liczniejszych radach częściej powoływane są różne komitety. Pierwsza relacja jest głównie związana z polskim prawem. Jak zostało wcześniej opisane rady nadzorcze, które liczą więcej niż 5 członków, powinny wyodrębnić komitet do spraw audytu. Dodatkowo w niektórych badaniach stwierdzono, że rady, które są liczniejsze, są również mniej efektywne (Eisenberg, Sundgren i Wells, 1998; Yermack, 1996). Aby sobie poradzić z tym problemem i lepiej wykorzystać czas oraz wiedzę i umiejętności swoich członków, w radach dobrowolnie wyodrębniane są komitety.

Po czwarte, różnorodność rady nadzorczej 1 jest pozytywnie i w sposób istotny statystycznie powiązana z powołaniem komitetu do spraw audytu ($\beta = 0,7507$ i $p < 0,1$), ale też istotnie statystycznie i negatywnie z powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń ($\beta = -1,6559$ i $p < 0,01$). Można zatem stwierdzić, że komitet do spraw audytu jest powoływany w tych radach, gdzie jest większy udział kobiet. Natomiast komitet do spraw wynagrodzeń, gdzie ten udział jest mniejszy.

Po piąte, własność inwestorów instytucjonalnych jest istotnie statystycznie i pozytywnie powiązana zarówno z powołaniem komitetu do spraw audytu ($\beta = 1,1900$ i $p < 0,05$), jak i komitetu do spraw wynagrodzeń ($\beta = 1,6754$ i $p < 0,001$). Obie relacje wspierają te opinie, które wskazują na wzrost aktywności finansowych inwestorów instytucjonalnych i możliwości monitorowania przez nich menedżerów najwyższego szczebla w dzisiejszych spółkach (Alfaraih, Alanezi i Almujaed, 2012; Gillian i Starks, 2000). Wraz ze wzrostem swojego udziału we własności finansowi inwestorzy instytucjonalni mają większe możliwości negocjacyjne i tym samym większy wpływ na wprowadzenie rozwiązań potencjalnie prowadzących do wzrostu efektywności funkcjonowania rad spółek, włączając w to powoływanie różnych komitetów.

Po szóste, relacje pomiędzy wielkością spółki a powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń są istotne statystycznie i pozytywne ($\beta = 0,1749$ i $p < 0,05$). Nie stwierdzono natomiast statystycznie istotnych zależności pomiędzy wielkością spółki a powołaniem komitetu do spraw audytu. Generalnie zaobserwowana zależność jest zgodna z wynikami niektórych wcześniejszych badań. Na przykład K. Pincus, M. Rusbarsky i J. Wong (1989), a także P. Collier (1993) stwierdzili, że wielkość spółki jest jedną z charakterystyk decydujących o powołaniu komitetu do spraw audytu. Badania te były prowadzone, gdy nie było jeszcze prawnego obowiązku wyodrębniania tego komitetu i dotyczyły dobrowolnego jego powołania. Ta sama zależność została odkryta przez E. Carson (2002) już w odniesieniu do dobrowolnego powołania komitetu do spraw wynagrodzeń. Autorka ta dodała równocześnie, że relatywne koszty powołania tego komitetu zmniejszają się, gdy zwiększa się wielkość spółki.

Po siódme, istnieją statystycznie istotne i negatywne związki pomiędzy wartościami wskaźnika Q Tobina a powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń ($\beta = -0,4665$ i $p < 0,01$). Te wyniki pokazują, że spółki, które mają gorszą wycenę rynkową, częściej dobrowolnie wyodrębniają w radzie nadzorczej komitet do spraw wynagrodzeń. Z jednej strony mogą to być działania zmierzające do poprawy wizerunku rynkowego spółki, a z drugiej pozwalające na stworzenie systemu motywowania menedżerów najwyższego szczebla, który będzie przyczyniał się do poprawy wskaźników rynkowych spółki.

Tabela 43. Czynniki wpływające na powołanie komitetów rad nadzorczych – wyniki regresji logitowej

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna	
	powołanie komitetu do spraw audytu	powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń
Własność menedżerska	-1,1379*** (0,2939)	-1,0754** (0,3769)
Aktywność rady nadzorczej	-0,0721** (0,0260)	0,0222 (0,0252)
Wynagrodzenie członków zarządu	-0,6974*** (0,0975)	-0,5498*** (0,1025)
Liczebność rady nadzorczej	1,5061*** (0,1177)	0,5545*** (0,0720)
Różnorodność rady nadzorczej 1	0,7507† (0,4468)	-1,6559** (0,5991)
Własność inwestorów instytucjonalnych	1,1900* (0,4854)	1,6754*** (0,4653)
Wielkość spółki	0,0990 (0,0679)	0,1749* (0,0746)
Rentowność aktywów (ROA)	0,2485 (0,4843)	0,3937 (0,5111)
Q Tobina	-0,1896 (0,1183)	-0,4665** (0,1645)
Zadłużenie spółki	0,3665 (0,3691)	1,0502** (0,3945)
Sektor	-0,4375** (0,1541)	-0,6730*** (0,1734)
Rok: zmienna zero-jedynkowa	Tak	Nie
Kryterium Akaike	1,0376	0,9058
Kryterium Schwarza	1,1099	0,9781
N	1109	1109

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach znajduje się błąd standardowy

Źródło: L. Bohdanowicz (2015)

Po ósme, zadłużenie spółki jest w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązane z powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń ($\beta = 1,0502$ i $p < 0,01$). Nie zaobserwowano natomiast statystycznie istotnej zależności pomiędzy zadłużeniem spółki a powołaniem komitetu do spraw audytu. Zależność pomiędzy udziałem kapitału obcego w finansowaniu działalności spółki a dobrowolnym powoływaniem komitetów rady była stwierdzona we wcześniejszych badaniach w odniesieniu do komitetu do spraw audytu (Collier, 1993; Collier i Gregory, 1993) oraz komitetu do spraw wynagrodzeń (Carson, 2002).

Po dziewiąte powiązania pomiędzy zmienną zero-jedynkową sektor i powołaniem komitetów są istotne statystycznie i negatywne. Dotyczy to zarówno powołania komitetu do spraw audytu ($\beta = -0,4375$ i $p < 0,01$), jak i komitetu do spraw wynagrodzeń ($\beta = -0,6730$ i $p < 0,001$). Negatywne zależności pokazują, że spółki z sektorów handlu i usług częściej powołują zarówno obowiązkowe, jak i dobrowolne komitety rad spółek.

Po dziesiąte, co najmniej jedna ze zmiennych zero-jedynkowych opisujących rok obserwacji wpływała na zmienną powołanie komitetu do spraw audytu. Ta zależność wynikała z wprowadzenia od 2009 r. obowiązku powoływania tego komitetu, gdy rada liczy więcej niż pięciu członków. To spowodowało, że począwszy od tego roku, więcej rad wyodrębniło komitety do spraw audytu.

Przeprowadzone analizy pokazują, że własność menedżerska wpływa na funkcjonowanie rad i wyodrębnienie przez nie komitetów do spraw audytu oraz komitetów do spraw wynagrodzeń. Im większy udział we własności członków zarządów, tym mniejsza skłonność rad do obowiązkowego i dobrowolnego ich wyodrębniania. Jak zostało opisane, taka zależność może wskazywać na występowanie efektu substytucyjnego pomiędzy różnymi mechanizmami ładu korporacyjnego, a za takie uważa się zarówno własność menedżerską, jak i komitety rad. Stosowanie jednego mechanizmu sprawia, że nie ma potrzeby stosowania innego, albo można go stosować w mniejszym zakresie. Jeśli jednak uznamy, co jest w świetle rozważań teoretycznych także uprawnione, że wzrost własności menedżerskiej raczej prowadzi do powstania konfliktu agencji (konflikt agencji typu II), to ta zależność może wskazywać, że większy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla sprawia, iż ci menedżerowie dążą do ograniczenia roli i aktywności rad nadzorczych w spółkach. Może to się również objawiać mniejszą skłonnością do powoływania ich komitetów.

6.11. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynagrodzeniem członków zarządów polskich spółek publicznych

Po przeprowadzonych studiach literaturowych postawiono hipotezę, że własność menedżerska wpływa pozytywnie na wysokość wynagrodzeń wypłacanych zarządom spółek. Poniżej zaprezentowane są wyniki badań na ten temat przeprowadzone w polskich spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2013. Analizy są oparte na próbie 1116 obserwacji w 293 spółkach. Z tabeli 44, która zawiera statystyki opisowe na temat wynagrodzeń wypłaconych zarządom spółek, można odczytać, że średnia arytmetyczna dla wszystkich obserwacji wyniosła 2 016 602,70 PLN i była najwyższa w 2012 r., kiedy wyniosła 2 221 200,03 PLN. Mediana dla całego okresu wyniosła 1 189 000 PLN. Warto również zwrócić uwagę na dużą rozpiętość pomiędzy wartością maksymalną i wartością minimalną. Ta pierwsza wyniosła 21 661 000 PLN. Taką kwotę wypłacono członkom zarządu jednej ze spółek w 2008 r. Najniższa zadeklarowana w raporcie rocznym wartość wynagrodzenia wyniosła tylko 48 000 PLN i była wypłacona w jedeoosobowym zarządzie jednej ze spółek w 2011 r.

Tabela 44. Wynagrodzenia zarządów polskich spółek publicznych w latach 2008–2013 (w PLN)

Rok	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	1 998 982,07	1 193 000	2 760 949,95	204 000	21 661 000	139
2009	1 933 452,72	1 137 000	2 540 803,47	204 000	18 057 000	183
2010	1 917 162,53	1 108 783	2 277 017,26	65 000	17 708 000	374
2011	2 013 579,18	1 246 500	2 510 777,68	48 000	18 319 606	202
2012	2 221 200,03	1 241 738	2 736 711,80	66 000	20 365 780	204
2013	1 992 393,34	1 157 000	2 419 301,11	67 000	15 657 000	201
Razem	2 016 602,70	1 189 000	2 540 017,20	48 000	21 661 000	1116

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

W kolejnej tabeli (tabela 45) opisane są wynagrodzenia roczne (łącznie z premiami i ewentualnymi odprawami z tytułu zwolnienia) prezesów zarządów polskich spółek publicznych w latach 2008–2013. W badanym okresie i przedstawionej próbie najwyższe roczne wynagrodzenie prezesa wyniosło 12 361 764 PLN (w jednej ze spółek w 2012 r.). Najniższe zadeklarowane w raporcie rocznym wynagrodzenie prezesa zarządu wyniosło

tylko 15 000 PLN. Średnia arytmetyczna dla wszystkich obserwacji wyniosła 780 813,12 PLN. Mediana była niższa i wyniosła 515 109 PLN. Ta rozbieżność wskazuje na duże zróżnicowanie wynagrodzeń prezesów, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wartościach odchyłeń standardowych dla poszczególnych lat i wszystkich obserwacji.

Tabela 45. Wynagrodzenia prezesów zarządów polskich spółek publicznych w latach 2008–2013 (w PLN)

Rok	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	741 496,57	484 800	915 220,75	84 000	7 733 000	136
2009	755 829,84	480 000	1 091 046,51	84 000	11 376 024	178
2010	756 705,35	537 000	766 102,33	15 000	4 983 000	183
2011	781 972,94	534 000	1 007 398,14	48 000	11 856 296	198
2012	870 254,28	523 500	1 161 711,50	36 000	12 361 764	203
2013	759 702,20	533 000	837 690,40	30 000	8 097 444	198
Razem	780 813,52	515 109	978 415,01	15 000	12 361 764	1096

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Analiza relacji pomiędzy własnością menedżerską a wynagrodzeniami zarządów była przeprowadzona za pomocą analizy danych panelowych. Zmienną zależną było zagregowane wynagrodzenie członków zarządów. Zmienną niezależną własność menedżerska. Zmiennymi kontrolnymi: własność państwa 2, ROA (w czasie $t-1$), wskaźnik Q Tobina (również w czasie $t-1$), różnorodność rady nadzorczej 1, liczebność rady nadzorczej, aktywność rady nadzorczej, liczebność zarządu, różnorodność zarządu, powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń, zmiany w zarządzie, wielkość spółki, zadłużenie spółki i sektor.

Wyniki tej analizy znajdują się w tabeli 46. Dane analizowano w dwóch oddzielnych modelach. Pierwszym ze wskaźnikiem ROA jako zmienną opisującą wyniki spółek. Drugim ze wskaźnikiem Q Tobina. W pierwszym panelu, po usunięciu obserwacji mocno odstających i obserwacji z brakami danych, liczba analizowanych przypadków wynosiła 1113, w drugim 1054.

Wyniki pierwszych przeprowadzonych analiz nie dały podstaw do stwierdzenia, że występują statystycznie istotne związki pomiędzy własnością menedżerską a wysokością wynagrodzeń zarządów polskich spółek publicznych. Widoczne były tylko relacje pomiędzy innymi zmiennymi z modelu a wysokością tych wynagrodzeń. Przede wszystkim chodzi tu o pozytywne i istotne statystycznie związki pomiędzy wartościami

Tabela 46. Wpływ własności menedżerskiej na wynagrodzenia zarządów – wyniki analizy danych panelowych

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna: Ln (Wynagrodzenie członków zarządu)	
Własność menedżerska	-0,1729 (0,1260)	-0,1350 (0,1301)
ROA(<i>t-1</i>)	0,4415*** (0,1041)	
Wskaźnik Q Tobina (<i>t-1</i>)		0,0284 (0,0218)
Różnorodność rady nadzorczej 1	0,2499 (0,1537)	0,2177 (0,1570)
Liczebność rady nadzorczej	0,0006 (0,0257)	-0,0084 (0,0267)
Aktywność rady nadzorczej	0,0085 (0,006547)	0,0050 (0,0069)
Własność państwa 2	Nie	Nie
Liczebność zarządu	0,1509*** (0,0214)	0,1527*** (0,0221)
Różnorodność zarządu	-0,0939 (0,1067)	-0,1188 (0,1091)
Powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń	Nie	Nie
Zmiany w zarządzie	0,0062 (0,0282)	-0,0017 (0,0293)
Wielkość spółki	0,3250*** (0,0548)	0,3400*** (0,0575)
Zadłużenie spółki	0,0255 (0,0893)	-0,0460 (0,0915)
Sektor	Nie	Nie
Stała	6,9248 (1,1447)	6,7422*** (1,2017)
Skorygowane R-kwadrat	0,8572	0,8569
N	1113	1054

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

wskaźnika ROA a wysokością wynagrodzeń ($\beta = 0,4415$, $p < 0,001$). Warto jednak dodać, że nie było takiej relacji pomiędzy wysokością wynagrodzeń zarządów a drugim wskaźnikiem opisującym wyniki spółek, czyli wskaźnikiem Q Tobina. Te wyniki są podobne do wyników, jakie otrzymał A. Ghosh (2006), który zauważył, że wynagrodzenie prezesów spółek jest pozytywnie powiązane z wartościami wskaźnika ROA, ale nie ma statystycznie istotnych związków pomiędzy nim a wartościami wskaźnika Q Tobina.

Dodatkowo liczebność zarządu jest pozytywnie powiązana z wynagrodzeniem zarządów zarówno w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = 0,1509$, $p < 0,001$), jak i modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = 0,1527$, $p < 0,001$). Ta zależność wynika z konstrukcji zmiennej zależnej, która zawierała zagregowane wynagrodzenie członków zarządu.

Co więcej, wyniki analiz pokazują również, że wielkość spółki jest pozytywnie powiązana z wynagrodzeniem zarządu w obu modelach, tj. w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = 0,3250$, $p < 0,001$) oraz modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = 0,3400$, $p < 0,001$). Można zatem stwierdzić, że członkowie zarządów większych spółek mają wyższe wynagrodzenia. Ta relacja jest podobna do relacji otrzymanej w wielu innych badaniach (Conyon i He, 2011; Conyon i Murphy, 2000; Ozkan, 2007).

W tabeli 47 znajdują się wyniki badań na temat tej samej relacji, ale próbę podzielono na dwie części. W pierwszej znalazły się obserwacje, w których wielkość pakietu akcji w rękach członków zarządów jest mniejsza niż 5%. W drugiej – obserwacje, w których ten udział jest większy niż 5%. Próg został określony na podstawie cytowanych już w tej pracy badań przeprowadzonych przez R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego (1988) na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek. Nie udało się natomiast określić różnic w relacjach pomiędzy wynagrodzeniem członków zarządu a własnością menedżerską powyżej kolejnego progu, tj. powyżej 25% udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla. Taki próg był również określony w badaniach R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego. Różnice w wynikach analizy regresji są wyraźnie widoczne. Przede wszystkim własność menedżerska jest w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązana z wynagrodzeniem członków zarządu wtedy, gdy jest ona większa niż 5% i to w dwóch modelach, tj. w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = 0,6202$ i $p < 0,1$) oraz modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = 0,9278$ i $p < 0,01$). Te wyniki potwierdzają hipotezę 14. Dodatkowo mają one wsparcie we wcześniejszych badaniach, w których podkreślono, że menedżerowie, gdy są w posiadaniu znaczących pakietów akcji, mogą wpływać na wysokość swojego wynagrodzenia (Ghosh, 2006; Morck, Shleifer i Vishny, 1988), choć w niniejszym badaniu dotyczy tylko większego udziału we własności członków zarządu.

Tabela 47. Wpływ własności menedżerskiej na wynagrodzenia zarządów – wyniki analizy danych panelowych z podziałem na własność menedżerską poniżej i powyżej 5%

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna: Ln (Wynagrodzenie członków zarządu)			
	własność menedżerska jest mniejsza niż 5%		własność menedżerska jest większa niż 5%	
ROA ($t-1$)	0,2850* (0,1298)		0,5578** (0,1902)	
Wskaźnik Q Tobina ($t-1$)		0,0135 (0,0230)		0,1192** (0,0521)
Własność menedżerska	-3,8537 (3,4203)	-3,9656 (3,3673)	0,6202† (0,3677)	0,9278** (0,3961)
Aktywność rady nadzorczej	0,0040 (0,0080)	0,0019 (0,0080)	0,0084 (0,0126)	0,0156 (0,0144)
Liczebność rady nadzorczej	-0,0122 (0,0306)	-0,0194 (0,0302)	-0,0222 (0,0509)	-0,0306 (0,0558)
Różnorodność rady nadzorczej 1	-0,0268 (0,1960)	-0,0663 (0,1939)	0,4621† (0,2793)	0,4044 (0,2922)
Własność państwa 2	Nie	0,0568† (0,3007)	Nie	Nie
Liczebność zarządu	0,1095*** (0,0800)	0,1108*** (0,0280)	0,1451*** (0,0379)	0,1312** (0,0404)
Różnorodność zarządu	-0,2289† (0,1349)	-0,2671* (0,1329)	-0,1330 (0,2092)	-0,1475 (0,2201)
Powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń	Nie	-0,2277† (0,1359)	Nie	Nie
Zmiany w zarządzie	Nie	Nie	Nie	Nie
Wielkość spółki	0,3850*** (0,0757)	0,4110*** (0,0747)	0,2405** (0,0834)	0,2093** (0,0911)
Zadłużenie spółki	0,0148 (0,1135)	-0,0148 (0,1119)	0,0874 (0,1800)	-0,1119 (0,1753)
Sektor	Nie	Nie	Nie	Nie
Stała	6,2411*** (1,5039)	5,7511*** (1,4874)	8,5742*** (1,6049)	9,0695*** (1,7358)
Skorygowane R-kwadrat	0,8886	0,8935	0,8218	0,8191
N	565	546	550	510

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Co więcej, wyniki zamieszczone w tabeli pokazują, że w obu podpróbach są różnice dotyczące relacji pomiędzy wysokością wynagrodzeń zarządów a zmiennymi kontrolnymi. Podobnie jak wcześniej występują istotne statystycznie i pozytywne relacje pomiędzy nim a wskaźnikiem ROA. Silniejsza relacja występuje jednak, gdy udział we własności menedżerów jest większy niż 5% ($\beta = 0,5578$ i $p < 0,01$) niż gdy ten udział jest mniejszy od 5% ($\beta = 0,2850$ i $p < 0,05$). Dodatkowo występują pozytywne i statystycznie istotne relacje pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla i wartościami wskaźnika Q Tobina, gdy ten udział jest większy niż 5% ($\beta = 0,1192$ i $p < 0,01$). Tym samym wyniki te są komplementarne wobec wyników wielu wcześniejszych badań na temat relacji pomiędzy wynagrodzeniem menedżerów najwyższego szczebla a wynikami spółek. Na przykład A. Ghosh (2006) nie znalazł relacji pomiędzy nim a wartościami wskaźnika Q Tobina w całej swojej próbie. Podobnie było z niniejszymi badaniami, ale takie związki zaobserwowano, gdy próbę podzielono. Co więcej, opisane tu związki są zgodne z wynikami badań N. Ozkana (2007). W przeciwieństwie do nich pozytywne relacje odnaleziono jednak tylko przy większym udziale we własności menedżerów najwyższego szczebla.

Różnorodność rady nadzorczej 1 jest w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązana z wynagrodzeniem członków zarządu, gdy udział we własności członków zarządu jest wyższy niż 5% i tylko w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = 0,4621$ i $p < 0,1$). Taki wynik dostarcza słabych dowodów, że udział kobiet w radzie nadzorczej może wpływać na wysokość wynagrodzeń członków zarządu, ale należy do niego podchodzić ostrożnie, a pełniejsze wnioski mogłyby być wyciągnięte dopiero po przeprowadzeniu dokładniejszych badań na ten temat.

Zmienna zero-jedynkowa własność państwa 2 jest powiązana pozytywnie z wysokością wynagrodzeń członków zarządu ($\beta = 0,0568$ i $p < 0,1$). Ta zależność dostarcza słabych dowodów, że w spółkach, gdzie Skarb Państwa ma udziały, wyższe są wynagrodzenia członków zarządów.

Związki pomiędzy liczebnością zarządu a wynagrodzeniem członków zarządu są istotne statystycznie i pozytywne we wszystkich czterech modelach, czyli w modelach ze wskaźnikiem ROA poniżej 5% progu ($\beta = 0,1095$ i $p < 0,001$) i powyżej 5% progu ($\beta = 0,1108$ i $p < 0,001$) oraz w modelach ze wskaźnikiem Q Tobina poniżej 5% progu ($\beta = 0,1451$ i $p < 0,001$) i powyżej 5% progu ($\beta = 0,1312$ i $p < 0,01$). Te zależności odpowiadają wcześniej zaobserwowanym w całej próbie i pokazują, że udział własności menedżerskiej nie ma na niego wpływu.

Różnorodność zarządu jest w sposób istotny statystycznie i negatywnie powiązana z wynagrodzeniem członków zarządu zarówno

w modelu ze wskaźnikiem ROA ($\beta = -0,2289$ i $p < 0,1$), jak i modelu ze wskaźnikiem Q Tobina ($\beta = -0,2671$ i $p < 0,05$), ale tylko wtedy, gdy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest mniejszy niż 5%. Ta zależność wskazuje, że przy małym udziale we własności menedżerów najwyższego szczebla lub gdy ten udział nie występuje, a więc także przy mniejszym wpływie tych menedżerów na wysokość swoich wynagrodzeń, większy udział kobiet w zarządach prowadzi do zmniejszenia zagregowanego wynagrodzenia tych organów statutowych. Tym samym ten wynik jest zgodny z wynikami różnych badań na temat nierówności wynagrodzeń wśród kobiet i mężczyzn na najwyższych stanowiskach w spółkach (Kulich, Trojanowski, Ryan, Haslam i Renneboog, 2011).

Relacje pomiędzy powołaniem komitetu do spraw wynagrodzeń i wynagrodzeniem członków zarządu są istotne statystycznie i negatywne w modelu ze zmienną Q Tobina, gdy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest mniejszy niż 5% ($\beta = -0,2277$ i $p < 0,1$). Można powiedzieć, że wynik ten dostarcza słabych dowodów, iż powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń wpływa na zmniejszenie wynagrodzeń członków zarządu.

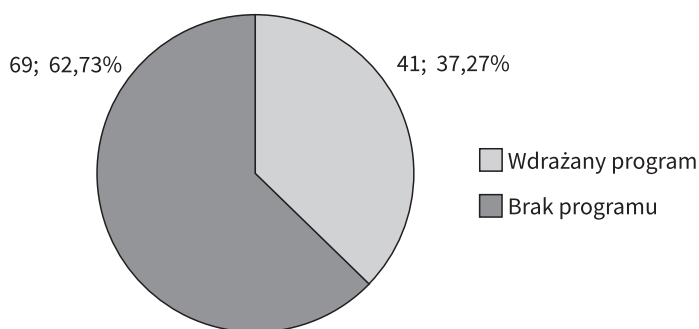
Na koniec, relacje pomiędzy wielkością spółki a wynagrodzeniem członków zarządu są istotne statystycznie i pozytywne we wszystkich czterech modelach, tj. w modelach ze wskaźnikiem ROA poniżej 5% progu ($\beta = 0,3850$ i $p < 0,001$) i powyżej 5% progu ($\beta = 0,2405$ i $p < 0,01$) oraz w modelach ze wskaźnikiem Q Tobina poniżej 5% progu ($\beta = 0,4110$ i $p < 0,001$) i powyżej 5% progu ($\beta = 0,2093$ i $p < 0,01$). Podobnie jak w przypadku związków pomiędzy liczebnością zarządu i wynagrodzeniem członków zarządu, te związki były wcześniej zaobserwowane dla całej próby. Tu również można stwierdzić, iż udział własności menedżerskiej nie ma na niego wpływu.

Niniejsze badania potwierdzają, że menedżerowie posiadający znaczące udziały we własności są w stanie wpływać na wysokość swoich wynagrodzeń. Czym większy ten udział, tym wyższe wynagrodzenie. Przy niskich udziałach we własności członków zarządu nie udało się jednak tej zależności potwierdzić. Co więcej, większe udziały we własności również w większym stopniu wiążą te wynagrodzenia z wynikami księgowymi i rynkowymi spółek. Z tego też powodu przy niskich udziałach we własności menedżerów najwyższego szczebla potwierdzono jedynie pozytywne relacje ze wskaźnikiem ROA. Przy wyższych udziałach we własności potwierdzono te relacje nie tylko ze wskaźnikiem ROA, ale również ze wskaźnikiem Q Tobina.

6.12. Formy wynagradzania niepieniężnego w polskich spółkach publicznych z indeksów WIG30, mWIG40 i sWIG80

Badania na temat wdrażania w polskich spółkach publicznych programów motywacyjnych dla menedżerów najwyższego szczebla opartych na kapitale (akcje i opcje na akcje) przeprowadzono na próbie spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie i wchodzących w skład indeksów WIG30, mWIG40 i sWIG80 na koniec 2013 r. Łącznie analizowano 110 spółek. Nie przeprowadzono natomiast analiz na temat świadczeń dodatkowych, gdyż tylko 8 spółek z badanej próby stwierdziło, że członkowie zarządów otrzymują część wynagrodzenia w formie innych korzyści (samochód służbowy, telefony komórkowe, kursy językowe, lokale mieszkalne, świadczenia medyczne, polisy ubezpieczeniowe, dofinansowanie do świadczeń niepieniężnych i składki na pracowniczy program emerytalny). W przypadku pozostałych obserwacji w raportach nie odniesiono się do tej formy wynagradzania, a w nielicznych tylko jednoznacznie stwierdzono, że ona nie występuje.

Rysunek 13 przedstawia liczbę spółek z próby wdrażających programy motywacyjne dla menedżerów najwyższego szczebla oparte na kapitale. Na 110 obserwacji takie programy wdrażano w 41 przypadkach, co stanowiło ich 27%. W przypadku 73% obserwacji, czyli 69 przypadków, nie wdrażano takiego programu.



Rysunek 13. Wdrażanie programów motywacyjnych dla menedżerów najwyższego szczebla opartych na kapitale – liczba i procent obserwacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Natomiast tabela 48 zawiera zestawienie na temat relacji pomiędzy wielkością udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla a liczbą opisywanych tu programów. Wynika z niego, że w spółkach, gdzie własność menedżerska nie występowała, zaobserwowano najniższy procent wdrażanych programów motywacyjnych opartych na kapitale. Odnotowano je tylko w 7 na 25 obserwacji, co stanowiło dokładnie 20%. Gdy własność występowała, ale była niższa niż 20%, zaobserwowano 22 przypadki wdrażania takich programów, a liczba obserwacji wyniosła 49 (programy motywacyjne oparte na kapitale wdrożono w 44,90% obserwacji). Przy wyższym udziale menedżerów najwyższego szczebla we własności procent obserwacji, gdzie wdrażano opisywane tu programy, wynosił 40% albo 50%, ale liczba obserwacji była dużo niższa.

Tabela 48. Własność menedżerska a spółki wdrażające programy motywacyjne oparte na kapitale

Własność menedżerska	Liczba spółek wdrażających program	Liczba spółek	%
0%	7	35	20,00
0,01–20,00%	22	49	44,90
20,01–40,00%	7	14	50,00
40,01–60,00%	4	10	40,00
60,01–80,00%	1	2	50,00
Razem	41	110	37,27

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

Analiza relacji pomiędzy własnością menedżerską a wdrażaniem przez spółki programów motywacyjnych dla menedżerów najwyższego szczebla opartych na kapitale była przeprowadzona za pomocą analizy regresji logitowej. Zmienną zależną była zmienna wdrażanie programu motywacyjnego opartego na kapitale. Objaśniała ją zmienna własność menedżerska, a w modelu wykorzystano również kilka zmiennych. Były to dwie zmienne opisujące struktury własnościowe (własność inwestorów instytucjonalnych i własność państwa 1) oraz trzy zmienne opisujące charakterystyki spółek (ROA, zadłużenie spółki i wielkość spółki).

Przeprowadzona analiza, której wyniki znajdują się w tabeli 49, nie dała podstaw do stwierdzenia występowania statystycznie istotnych związków pomiędzy własnością menedżerską a skłonnością do wdrażania programów motywacyjnych dla członków zarządu opartych na kapitale, a tym samym do potwierdzenia hipotezy 15. Analiza wskazywała jedynie na występowanie relacji pomiędzy wdrażaniem tych programów a czterema zmiennymi kontrolnymi. Po pierwsze, własność inwestorów

instytucjonalnych była w sposób statystycznie istotny i pozytywnie powiązana z wdrażaniem programów motywacyjnych opartych na kapitale ($\beta = 0,7201$ i $p < 0,05$). Ta relacja wskazuje, że inwestorzy instytucjonalni chcą w większym stopniu motywować menedżerów do osiągania lepszych wyników finansowych poprzez zwiększenie ich udziału we własności i w ten sposób dążą do ograniczenia problemu agencji.

Po drugie, własność państwa i wdrażanie programów motywacyjnych opartych na kapitale były powiązane w sposób istotny statystycznie i negatywnie ($\beta = -0,4828$ i $p < 0,1$). Natomiast ta zależność pokazuje, że w spółkach z udziałem państwa jest mniejsza skłonność do wdrażania opisywanych tu programów i ewentualnego wiązania kapitałowego menedżerów najwyższego szczebla ze spółkami.

Tabela 49. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wdrażaniem przez spółki programów motywacyjnych dla członków zarządu opartych na kapitale – wyniki analizy regresji logitowej

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna
	wdrażanie programu motywacyjnego opartego na kapitale
Własność menedżerska	0,1999 (0,2499)
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,7201* (0,3283)
Własność państwa 1	-0,4828† (0,2705)
ROA	-0,1116 (0,3663)
Zadłużenie spółki	-0,3562† (0,2045)
Wielkość spółki	0,0222*** (0,0065)
Skorygowane R-kwadrat	0,1044
N	110

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach podano błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w raportach rocznych

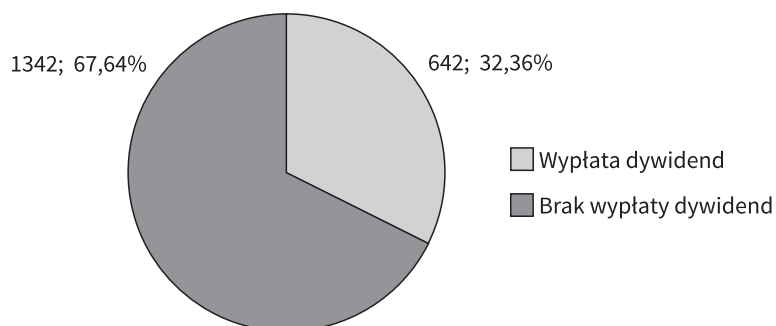
Po trzecie, relacje pomiędzy zadłużeniem spółek a wdrażaniem przez nie programów motywacyjnych opartych na kapitale były istotne statystycznie i negatywne ($\beta = -0,3562$ i $p < 0,1$). Ten związek pokazuje, że spółki bardziej zadłużone mniej chętnie wdrażają programy opcji na akcje dla menedżerów najwyższego szczebla.

Po czwarte, wielkość spółki i wdrażanie programów motywacyjnych opartych na kapitale były powiązane w sposób istotny statystycznie i pozytywnie ($\beta = 0,0222$ i $p < 0,001$), czyli w większych spółkach skłonność do ich wdrażania jest większa. Może to wynikać z faktu, iż w dużych spółkach liczba wyemitowanych akcji jest większa i wdrożenie programu motywacyjnego opartego na kapitale nie prowadzi do dużego rozwodnienia własności obecnych akcjonariuszy.

Wstępne zestawienie wskazywało, że skłonność do wdrażania programów motywacyjnych dla menedżerów najwyższego szczebla opartych na kapitale może być mniejsza, gdy własność menedżerska nie występuje. Jednak przeprowadzona analiza regresji logitowej nie pozwoliła na stwierdzenie, że występują statystycznie istotne związki pomiędzy własnością menedżerską a wdrażaniem tych programów motywacyjnych.

6.13. Własność menedżerska a wypłaty dywidend w polskich spółkach publicznych

Ostatnie badanie dotyczyło relacji pomiędzy własnością menedżerską a skłonnością spółek do wypłaty dywidend. W hipotezie założono, że wpływ tej własności na wypłaty dywidend jest negatywny. Analiza związków pomiędzy tymi zmiennymi została przeprowadzona na próbie 1984 obserwacji na temat 393 spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2008–2013. Na rysunku 14 znajduje się zestawienie na temat liczby i procentu spółek z próby wypłacających dywidendy. Łącznie wypłatę dywidend odnotowano w 642 przypadkach, tj. 32,36% wszystkich obserwacji, natomiast jej brak w 1342 przypadkach, czyli 67,63%.



Rysunek 14. Wypłata dywidend – liczba i procent obserwacji

Źródło: opracowanie własne

Natomiast w tabeli 50 znajdują się zestawienia dotyczące liczby i procentu spółek z próby wypłacających dywidendy w poszczególnych latach. Największy procent spółek wypłacających dywidendy zaobserwowano w 2013 r., kiedy to na 341 obserwacji, wypłaciły je 132 spółki, czyli 38,71%. A najniższy procent zaobserwowano w 2008 r., kiedy na 312 obserwacji, dywidendy wypłaciły tylko 82 spółki (26,28% obserwacji dla tego roku).

Tabela 50. Spółki z próby wypłacające dywidendy

Rok	Liczba spółek wypłacających dywidendy	Liczba spółek ogółem	Procent spółek wypłacających dywidendy
2008	82	312	26,28
2009	84	317	26,50
2010	102	328	31,10
2011	121	339	35,69
2012	121	347	34,87
2013	132	341	38,71

Źródło: opracowanie własne

W kolejnej tabeli, czyli tabeli 51, znajdują się statystyki opisowe odnoszące się do wartości wskaźnika stopa dywidend w spółkach, które dywidendy wypłaciły. Łącznie w tabeli znajdują się dane dotyczące 637 obserwacji (cztery przypadki pominięto ze względu na brak danych dotyczących cen akcji na koniec roku, a jeden ze względu na wartość silnie odstającą, tj. wypłatę relatywnie wysokiej dywidendy przez spółkę, której cena akcji wyniosła 1 grosz). Średnia wartość wskaźnika stopa dywidend dla całego okresu wyniosła 4,87% (w tabeli wartości są wyrażone w ułamkach dziesiętnych), a mediana 3,82%. Najwyższą średnią wartość odnotowano w 2011 r., gdy średnia arytmetyczna wyniosła 6,32%, a mediana 5,14%. Najniższą w 2009 r., gdy średnia arytmetyczna wyniosła 3,84%, a mediana 2,78%. Te wartości można na przykład porównać z przedstawionymi przez M. Sierpińską i T. Jachnę (2004), którzy stwierdzili, że stopa dywidendy w Europie Zachodniej w latach dziewięćdziesiątych wynosiła 5–7%, w Stanach Zjednoczonych 5–8%, a w Japonii 1–3%. Średnie wartości tu przedstawione są zbliżone do wartości europejskich i amerykańskich, choć trzeba podkreślić, że dotyczą innych okresów, gdy odmienne były warunki makroekonomiczne.

Tabela 51. Wartości wskaźnika stopa dywidend w spółkach, które wypłaciły dywidendy – statystyki opisowe

Rok	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
2008	0,0599	0,0422	0,0659	0,0033	0,4154	81
2009	0,0384	0,0278	0,0265	0,0016	0,1079	84
2010	0,0388	0,0286	0,0356	0,0021	0,2325	101
2011	0,0632	0,0514	0,0552	0,0038	0,5037	121
2012	0,0495	0,0414	0,0364	0,0025	0,2222	121
2013	0,0417	0,0313	0,0472	0,0033	0,4874	129
Razem	0,0487	0,0382	0,0471	0,0016	0,5037	637

Źródło: opracowanie własne

W tabeli 52 przedstawione są zestawienia dotyczące spółek wypłacających dywidendy w zależności od wielkości udziału we własności członków zarządów. Gdy menedżerowie najwyższego szczebla nie posiadali udziału we własności, to dywidendy wypłacono w przypadku 25,71% obserwacji. Natomiast, gdy posiadali relatywnie małe udziały we własności, tj. do 10%, to udział spółek wypłacających dywidendy wzrósł do 35,14%. Najwyższy procent spółek wypłacających dywidendy był, gdy własność menedżerska mieściła się w przedziale od 20,01% do 30% (w przypadku 46,61% obserwacji wypłacono dywidendy), a później w przedziale od 30,01% do 40% (w przypadku 41,41% obserwacji wypłacono dywidendy). Natomiast najniższy procent odnotowano, gdy własność menedżerska wyniosła co najmniej 90,01%, tj. dywidendy wypłacono w przypadku 14,29% obserwacji, ale również ich liczba jest najmniejsza i wyniosła tylko 7 (tylko jedna spółka wypłaciła dywidendy). Niski procent wypłat dywidend można również zaobserwować dla udziału własności menedżerskiej mieszczącej się w przedziale od 70,01% do 80%, gdy tylko w przypadku 22,55% obserwacji je wypłacono. Generalnie procent spółek wypłacających dywidendy rośnie stopniowo do przedziału własności menedżerskiej 30,01–40%, by w kolejnym przedziale utrzymać się na wysokim poziomie, a następnie spaść i znów w przedziale własności menedżerskiej 50,01–60% wzrosnąć. Później następują ponownie spadki i wzrosty procenta spółek wypłacających dywidendy w różnych przedziałach udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla polskich spółek publicznych. Na podstawie takiego rozkładu zależności przedstawianych tu zmiennych wstępnie trudno określić, czy istnieje zależność pomiędzy udziałem we własności członków zarządu a wypłatą przez spółki dywidend.

Tabela 52. Własność menedżerska a spółki wypłacające dywidendy

Własność menedżerska (%)	Liczba spółek wypłacających dywidendy	Liczba spółek ogółem	Procent spółek wypłacających dywidendy
0	118	459	25,71
0,01–10,00	233	663	35,14
10,01–20,00	48	136	35,29
20,01–30,00	55	118	46,61
30,01–40,00	41	99	41,41
40,01–50,00	19	77	24,67
50,01–60,00	51	129	39,53
60,01–70,00	37	139	26,62
70,01–80,00	23	102	22,55
80,01–90,00	16	55	29,09
90,01–100,00	1	7	14,29

Źródło: opracowanie własne

W kolejnej tabeli, czyli tabeli 53, znajdują się statystyki opisowe na temat wartości wskaźnika stopa dywidend w spółkach, które dywidendy wypłaciły, w zależności od wielkości udziału we własności członków zarządów. Ze względu na mniejszą liczbę analizowanych obserwacji przedziały własności menedżerskiej są szersze niż zastosowane we wcześniejszych analizach. Najwyższe wartości tego wskaźnika odnotowano, gdy członkowie zarządu nie posiadali udziałów we własności. Średnia arytmetyczna wyniosła wtedy 5,43%, a mediana 4,23%. Najniższą wartość średniej arytmetycznej stopy dywidend odnotowano, gdy własność menedżerska mieściła się w przedziale od 40,01% do 60% (wyniosła 3,81%), a najniższą wartość mediany zaobserwowano, gdy ta własność była wyższa niż 80,01%. Generalnie średnie wartości wskaźnika stopa dywidend (średnia arytmetyczna) były relatywnie wysokie do poziomu 40% udziału we własności członków zarządu, później spadały, by powyżej wspomnianych 80,01% znów wzrosnąć.

Dalsze analizy na temat wypłat dywidend przez spółki z próby przeprowadzono za pomocą analizy regresji logitowej (zmienna zależna przyjmowała wartości 0 lub 1). Zmienną zależną w tym badaniu była zmienna zero-jedynkowa wypłata dywidend. Wyjaśniały ją zmienna niezależna własność menedżerska oraz zmienne kontrolne: własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa 1, własność zagranicznych inwestorów, rentowność aktywów (ROA), wielkość spółki, zadłużenie spółki i debiut giełdowy. W tabeli 54 znajdują się wyniki tej analizy. Pokazują one, że w przeciwieństwie do innych zmiennych opisujących te

struktury własnościowe, własność menedżerska nie wpływała w sposób istotny statystycznie na wypłatę dywidend. Taki wpływ, za każdym razem pozytywny, miały własność inwestorów instytucjonalnych ($\beta = 0,3412$, $p < 0,1$), własność państwa 1 ($\beta = 1,2111$, $p < 0,001$) oraz własność zagranicznych inwestorów ($\beta = 0,9042$, $p < 0,001$). Warto przy tym zwrócić uwagę, że najsilniejszy ten wpływ był w przypadku udziału we własności państwa. Trzeba również podkreślić, że nie ma pewności na temat związków przyczynowo-skutkowych w przypadku wpływu na wypłatę dywidend finansowych inwestorów instytucjonalnych. Z jednej strony mogą oni wywierać takie naciski, ale z drugiej strony chętniej inwestować w akcje spółek, które dywidendy wypłacają.

Zaobserwowano również kilka zależności pomiędzy zmiennymi kontrolnymi a zmienną zależną. Związki pomiędzy wielkością spółki a wypłatą dywidend były statystycznie istotne i negatywne ($\beta = -0,0618$, $p < 0,001$). Większe spółki wypłacały dywidendy mniej chętnie, co również stwierdzono w niektórych wcześniejszych badaniach (Hardjoprano, 2006), choć nie brakowało również takich badań, gdzie zależność ta była pozytywna (Wei i Xia, 2009). Ponadto pomiędzy zadłużeniem spółki a wypłatą dywidend występuje statystycznie istotna i pozytywna relacja ($\beta = 1,2749$, $p < 0,001$). Wynika z niej, że spółki bardziej zadłużone chętniej wypłacają dywidendy. Tę relację wyjaśnia się na gruncie teorii sygnałów. Otóż, wypłata dywidend ma być pozytywnym sygnałem dla inwestorów dotyczącym przyszłych zysków, a inwestorzy mają dzięki niej postrzegać pozytywnie politykę spółki związaną z jej inwestycjami. Innymi słowy wypłata dywidend ma być sygnałem, że spółka jest zadłużona w związku z jej korzystnie rokującymi inwestycjami (Easterbrook, 1984; Hardjoprano, 2006). Na koniec rok obserwacji wpływał również na zmienną wypłata dywidend.

Tabela 53. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika stopa dywidend – statystyki opisowe

Własność menedżerska (%)	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	N
0	0,0543	0,0423	0,0578	0,0028	0,4154	116
0,01–20,00	0,0501	0,0398	0,0433	0,0021	0,5037	280
20,01–40,00	0,0511	0,0341	0,0603	0,0016	0,4874	96
40,01–60,00	0,0381	0,0312	0,0258	0,0023	0,1658	69
60,01–80,00	0,0387	0,0351	0,0249	0,0067	0,1333	60
80,01–100,00	0,0520	0,0186	0,0575	0,0045	0,2222	16

Źródło: opracowanie własne

Tabela 54. Wpływ struktur własnościowych na wypłatę dywidend w spółkach – wyniki regresji logitowej

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna: Wypłata dywidend
Własność menedżerska	0,1132 (0,1960)
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,5880† (0,3111)
Własność państwa 1	2,0006*** (0,4206)
Własność zagranicznych inwestorów	1,4915*** (0,2494)
Rentowność aktywów (ROA)	0,0033 (0,0076)
Wielkość spółki	-0,0618*** (0,0108)
Zadłużenie spółki	1,2749*** (0,2105)
Debiut giełdowy	0,0007 (0,00104)
Rok: zmienna zero-jedynkowa	Tak
Kryterium Akaike	1,2169
Kryterium Schwarza	1,2536
N	1984

Uwaga: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$.
W nawiasach znajduje się błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

Podobnie jak przy niektórych wcześniejszych analizach, badanie pogłębiane o analizy w próbie podzielonej na dwie części (podpróby), które zostały wyodrębnione na podstawie wcześniejszych badań (Morck, Shleifer i Vishny, 1988), czyli gdy własność menedżerska była mniejsza niż 5% i większa niż 5%. Wyniki tych analiz przedstawia tabela 55. Widoczne są w nich istotne różnice. Otóż własność menedżerska była w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązana z wypłatą dywidend, gdy była mniejsza niż 5% ($\beta = 21,6929$, $p < 0,01$), ale również istotnie statystycznie, ale negatywnie, gdy była większa niż 5% ($\beta = -1,0652$, $p < 0,001$). Tym samym hipoteza 16 została potwierdzona, ale tylko przy wyższym poziomie udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla. Wtedy też wyniki były zgodne z wcześniejszymi wynikami światowymi (np. Short, Zhang i Keasey, 2002; Truong i Heaney, 2006; Zhang,

2008). Natomiast przy niskim poziomie tej własności znak zależności był przeciwny. Taki kierunek relacji może wynikać z nacisków zewnętrznych inwestorów, którzy oczekują wypłat dywidend i braku możliwości forsowania własnych preferencji przez menedżerów najwyższego szczebla, gdy posiadają oni małe udziały.

Zaobserwowano również kilka zależności pomiędzy zmienną zależną a zmiennymi kontrolnymi. Własność państwa 1 była powiązana z wypłatą dywidend w sposób istotny statystycznie i pozytywnie, ale tylko gdy udział we własności członków zarządu był mniejszy niż 5% ($\beta = 1,1616$, $p < 0,05$). Przy wyższym udziale nie było statystycznie istotnej zależności. Ta różnica może wynikać z charakterystyki podzielonych prób. Otóż im większy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla, tym mniejszy udział państwa. Stąd też liczba spółek z udziałem własności państwowej w drugiej podpróbie była niewielka.

Własność zagranicznych inwestorów, podobnie jak we wcześniejszej analizie, wpływała w sposób istotny statystycznie oraz pozytywnie na wypłatę dywidend i to zarówno, gdy własność menedżerska była mniejsza niż 5% ($\beta = 1,5989$, $p < 0,001$), jak i gdy była większa niż 5% ($\beta = 1,5794$, $p < 0,01$). Nie było tu zatem różnicy pomiędzy analizą w całej próbie i w podpróbach. Te zależności potwierdzają, że wypłata dywidend jest jednym ze sposobów transferowania kapitałów ze spółek zależnych do spółek dominujących w grupach kapitałowych.

Rentowność aktywów razem była powiązana w sposób istotny statystycznie i pozytywnie z wypłatą dywidend, ale tylko gdy udział we własności menedżerów najwyższego szczebla był niższy niż 5% ($\beta = 11,2700$, $p < 0,001$). Przy wyższym ich udziale nie było istotnie statystycznej zależności.

Ponadto wielkość spółki, również podobnie jak w całej próbie, była powiązana w sposób istotny statystycznie i pozytywnie z wypłatą dywidend w obu podpróbach, tj. gdy własność menedżerska była mniejsza niż 5% ($\beta = 0,2547$, $p < 0,001$) i większa niż 5% ($\beta = 0,4330$, $p < 0,001$). Także zadłużenie spółki było w sposób istotny statystycznie oraz pozytywnie powiązane z wypłatą dywidend w całej próbie i obu podpróbach (gdy własność menedżerska była mniejsza niż 5% – $\beta = 0,9221$, $p < 0,05$ i gdy własność menedżerska była większa niż 5% – $\beta = 3,1673$, $p < 0,001$) i w podobny sposób debiut giełdowy był powiązany w sposób istotny statystycznie, ale negatywnie zarówno poniżej 5% prognozy ($\beta = -0,0035$ i $p < 0,001$), jak i powyżej 5% prognozy ($\beta = -0,0049$ i $p < 0,001$).

Na koniec, także podobnie jak wcześniej, zmienna zero-jedynkowa rok obserwacji wpływała na wypłatę dywidend zarówno, gdy własność menedżerska była mniejsza niż 5%, jak i gdy była większa niż 5%.

Tabela 55. Wpływ struktur własnościowych na wypłatę dywidend w spółkach – wyniki regresji logitowej z podziałem na własność menedżerską poniżej i powyżej 5%

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna: Wypłata dywidend	
	własność menedżerska jest mniejsza niż 5%	własność menedżerska jest większa niż 5%
Własność menedżerska	21,6929** (8,0138)	-1,0652** (0,3426)
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,2008 (0,4291)	0,0674 (0,6220)
Własność państwa 1	1,1616* (0,5028)	-3,1612 (3,4938)
Własność zagranicznych inwestorów	1,5989*** (0,3209)	1,5794** (0,5908)
Rentowność aktywów (ROA)	11,2700*** (1,2399)	0,0289 (0,0223)
Wielkość spółki	0,2547*** (0,0524)	0,4330*** (0,0639)
Zadłużenie spółki	0,9221* (0,3683)	3,1673*** (0,4143)
Debiut giełdowy	-0,0035*** (0,0006)	-0,0049*** (0,0007)
Rok: zmienna zero-jedynkowa	Tak	Tak
Kryterium Akaike	0,9871	1,1634
Kryterium Schwarza	1,0487	1,2305
N	1046	938

Uwaga: † p < 0,1; * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001.
W nawiasach znajduje się błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne

Po przeprowadzonych analizach można stwierdzić, że własność menedżerska wpływa negatywnie na wypłatę dywidend, ale tylko wtedy, gdy menedżerowie najwyższego szczebla posiadają większe udziały we własności. Wtedy też preferują raczej pozostawianie zysków w spółce i ewentualne przyszłe zyski kapitałowe, które mogą zostać osiągnięte, gdy wdrażana przez nich strategia rozwoju będzie skuteczna. A trzeba przy tym pamiętać, że mają inne możliwości zwiększania swoich dochodów oraz wartości swojego majątku. Wskazuje na to także stwierdzona w badaniach opisanych w niniejszym opracowaniu pozytywna zależność pomiędzy własnością menedżerską a wysokością wynagrodzeń zarządów, gdy udział w strukturach własnościowych menedżerów najwyższego szczebla jest wyższy.

Przy małych udziałach we własności członków zarządów zewnętrzni inwestorzy są w stanie forsować wypłaty dywidend, a menedżerowie najwyższego szczebla mają mniejsze możliwości kształtowania swoich wynagrodzeń i dochodów w innej formie (np. w formie dodatkowych świadczeń lub transakcji z podmiotami powiązanymi), a także w formie przyszłych zysków kapitałowych. Stąd sami, jeśli są posiadaczami akcji zarządzanych przez siebie spółek, także mogą traktować wypłatę dywidend jako dodatkową formę wynagradzania.

ZAKOŃCZENIE

W literaturze światowej podkreśla się, że zainteresowanie problemem wpływu właścicieli-menedżerów na wartość spółek i różne aspekty ich funkcjonowania jest nieprzerwane od czasów opublikowania w 1932 r. badań przez A. Berle i G. Means (1932), które opisywały rozdzielnie własności i zarządzania w amerykańskich spółkach (McConnell, McKeon i Xu, 2010). Choć po 1932 r. liczba opracowań na te tematy stale rosła, to najwięcej z nich powstało dopiero po 1976 r. i odwoływało się do publikacji M. Jensena i J. Mecklinga (1976), którzy przedstawili założenia teorii agencji. Stworzyli oni podwaliny pod analizę problemów nowoczesnych spółek w kontekście konfliktów interesów zachodzących pomiędzy właścicielami (pryncypałami) i menedżerami (agentami). Równocześnie wiele innych koncepcji teoretycznych ładu korporacyjnego zwracało uwagę na kolejne problemy, z którymi muszą zmierzyć się właściciele spółek, ich menedżerowie oraz inni interesariusze (Hung, 1998; Tricker, 2009).

Wzrost zainteresowania wpływem własności menedżerskiej na funkcjonowanie spółek wiąże się także z dynamicznym rozwojem rynków kapitałowych oraz ekspansją kapitału prywatnego związaną z bogaceniem się społeczeństw (Jeżak, 2010a). W warunkach tego bogacenia się inwestorzy indywidualni poszukują korzystnych możliwości inwestowania wolnych środków. Równocześnie stworzona została cała infrastruktura wokół rynków kapitałowych, która ułatwia inwestowanie. To sprawia, że spółki mają większe możliwości pozyskania kapitału niezbędnego do ich rozwoju, muszą jednak dbać o satysfakcję inwestorów, która objawia się jak najwyższymi stopami zwrotu z zainwestowanego przez nich kapitału, ale przy akceptowalnym ryzyku. Co więcej, w warunkach bogacenia się społeczeństw wzrosła również siła inwestorów instytucjonalnych, którzy także zaczęli stawiać menedżerom coraz większe wymagania (Malin, 2009). Zmusza to menedżerów do odpowiedzialnego sprawowania

funkcji zarządczych, przejrzystego działania i wdrażania dobrych praktyk ładu korporacyjnego, choć to wdrażanie często wiąże się z ich oporem wobec zmian. Wobec tego ważne jest zbadanie, czy wzrost udziału we własności menedżerów ma wpływ na ten opór i zapewnienie satysfakcji zewnętrznym inwestorom.

Oczywiście tym większym wymaganiom muszą sprostać menedżerowie najwyższego szczebla niezależnie od tego, czy posiadają udziały we własności czy też nie. Własność jest jednak wykorzystywana, na co wskazuje teoria agencji, jako instrument zbliżania interesów menedżerów oraz zewnętrznych właścicieli (McConnell, McKeon i Xu, 2010; Oviatt, 1988). Stąd wiele spółek wdraża na przykład programy wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla oparte na kapitale i przekazuje im akcje lub oferuje opcje na akcje (Bloomfield, 2013). Należy w tym miejscu też wspomnieć, że właściciele-menedżerowie nie są grupą jednorodną, a własność menedżerska nie obejmuje tylko osób, które stały się posiadaczami akcji w wyniku wdrożenia tych programów. Do tej grupy zalicza się też inwestorów indywidualnych, którzy przejęli znaczące pakiety akcji spółek i sami postanowili tymi spółkami zarządzać. Dodatkowo, zdarza się, iż spółkami publicznymi zarządzają także ich założyciele lub rodziny założycieli.

Różne przyczyny pojawiania się własności menedżerskiej sprawiają, że różna jest wielkość posiadanych przez właścicieli-menedżerów pakietów akcji, ale powodują też, że własność menedżerska jest dość powszechna. Na duże znaczenie i powszechność własności menedżerskiej wskazują także wyniki przedstawionych powyżej badań. Na 1988 obserwacji przeprowadzonych na temat własności menedżerskiej aż w 1528 przypadkach menedżerowie najwyższego szczebla posiadali udziały we własności (76,86% obserwacji). Średnia arytmetyczna tego udziału wynosiła 21,23%, choć mediana tylko 2,67%, co świadczy, że w ponad połowie obserwacji ten udział był niewielki. Ale już ta dysproporcja wskazuje, że w niektórych spółkach udziały własności menedżerskiej są znaczne. Te wyniki pokazują także, że prowadzenie badań nad udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla, a także wpływem tego udziału na efekty i różne aspekty funkcjonowania spółek jest zasadne oraz istotne. Ze wskazanych powodów ma ono również duże znaczenie zarówno dla teorii ładu korporacyjnego, jak i jego praktyki.

Głównym celem pracy było określenie wpływu własności menedżerskiej na kształt najważniejszych mechanizmów ładu korporacyjnego oraz na wyniki finansowe spółek. Ten cel pozwolił na wyciągnięcie wniosków dla dalszego rozwoju praktykowanych koncepcji. Przede wszystkim pokazały one, że także w systemach ładu korporacyjnego zaliczanych do systemów kontroli od wewnątrz, gdzie struktury własnościowe są skon-

centrowane, występują relacje podobne do tych, które opisuje teoria agencji (konflikt agencji typu I). Takie relacje są widoczne, gdy menedżerowie mają niewielkie udziały we własności. Wtedy ten udział wpływa pozytywnie na wyniki finansowe spółek. Natomiast przy dużo wyższym udziale we własności menedżerów najwyższego szczebla widoczna jest ich uprzywilejowana pozycja (konflikt agencji typu II). W jej efekcie wzrastają wynagrodzenia członków zarządów i przy słabszej kontroli rynkowej pojawia się także negatywny wpływ tej własności na rotacyjność członków zarządów. Taki sam jest zresztą ten wpływ na politykę dywidend, a w efekcie zatrzymywanie zysków w spółkach.

Aby lepiej zrozumieć różne mechanizmy rządzące własnością menedżerską, w pracy postawiono i realizowano również dziewięć celów częściowych. Pierwszy cel częściowy zakładał syntezę światowej literatury i dorobku empirycznego na temat własności menedżerskiej i jej wpływu na funkcjonowanie spółek oraz ich organów statutowych. Był on realizowany w pięciu rozdziałach i wymagał zgromadzenia obszernej bazy literaturowej, a także przeprowadzenia szerokich studiów literaturowych. Spis literatury obejmuje 563 pozycji bibliograficznych. W trakcie tych studiów literaturowych przeprowadzono krytyczną analizę otrzymanych wyników i na jej podstawie postawiono szesnaście hipotez badawczych.

Drugi cel częściowy pracy w postaci przedstawienia teorii ładu korporacyjnego oraz wynikających z nich implikacji dla własności menedżerskiej w spółkach został zrealizowany w drugim rozdziale. Tu na początku opisano źródła władzy menedżerskiej przytoczone przez S. Finkelsteina (1992), tj. władzę wynikającą z własności, władzę wynikającą ze struktury, władzę wynikającą z pozycji eksperckiej i władzę wynikającą z osobistego prestiżu, a później szerzej odniesiono się do dziewięciu teorii ładu korporacyjnego (agencji, służebności, instytucjonalnej, strategicznego wyboru, zależności zasobowej, interesariuszy, hegemonii menedżerskiej, hegemonii technostruktury oraz hegemonii klas) i wskazano jeszcze sześć innych (kosztów transakcyjnych, naczelnego kierownictwa, behawioralną, produkcji zespołowej, paradoksu oraz sygnałów), które są wykorzystywane w jego badaniach. Pierwsze dziewięć teorii zostało nie tylko szeroko opisanych, ale przedstawiono również ich krytykę i wynikające z tych teorii implikacje dla roli oraz znaczenia własności menedżerskiej w spółkach publicznych.

Trzeci cel częściowy pracy polegał na empirycznej ocenie wpływu własności menedżerskiej na wyniki finansowe spółek oraz efektywność ich kapitału intelektualnego. Został on zrealizowany w trzecim (przeгляд literatury prowadzący do postawienia hipotez) i szóstym (analizy empiryczne) rozdziale. Powiązane z nim były dwie hipotezy badawcze na temat opisanych w celu związków. Badania na temat relacji pomiędzy

udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a wynikami spółek prowadzono w oparciu o 1925 obserwacji w 393 spółkach, a wyniki były mierzone za pomocą wskaźników ROA (miara księgową) i Q Tobina (miara rynkowa). Światowe badania pokazywały najczęściej, że ta relacja ma charakter niemonotoniczny. Również w niniejszym badaniu nie udało się odnaleźć związków o charakterze monotonicznym w całej próbie. Analizy potwierdziły tylko rosnącą zależność pomiędzy własnością menedżerską a wskaźnikiem Q Tobina do jej wielkości na poziomie 1,2%, co potwierdzało założoną hipotezę. Do interpretacji tych rezultatów wykorzystano teorię agencji. Zgodnie z nią potwierdzono, że zbliżenie interesów menedżerów i właścicieli występuje tylko przy bardzo niskim poziomie własności menedżerskiej. Dużo niższym niż określono w badaniach R. Morcka, A. Shleifera i R. Vishny'ego (1988), gdzie ten poziom ustalono na poniżej 5% i powyżej 25%, natomiast podobnym do stwierdzonego przez B. Hermalina i M. Weisbacha (1991), gdzie pozytywne relacje zauważono do poziomu 1% udziału we własności menedżerów. Równocześnie te wyniki mają charakter komplementarny w stosunku do wcześniejszych polskich badań, w których nie odnaleziono zależności pomiędzy tą własnością a wynikami spółek (Aluchna, 2007; Bohdanowicz i Jeżak, 2009; Jeżak, Bohdanowicz i Matyjas, 2009). Na odnalezienie tej prawidłowości pozwoliło przyjęcie innego podejścia metodycznego. Drugie badanie dotyczyło związków pomiędzy własnością menedżerską a efektywnością kapitału intelektualnego i zostało przeprowadzone na próbie 292 spółek i 1057 rocznych obserwacji w spółkach notowanych na GPW w Warszawie. Pokazało ono, że własność menedżerska ma negatywny wpływ na efektywność kapitału ludzkiego, a zależność w przeprowadzonych badaniach miała charakter monotoniczny. Wynik ten był odwrotny do założonego w hipotezie.

Czwarty cel cząstkowy w postaci określenia wpływu udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla na rotacje na stanowiskach prezesów zarządów oraz relacji pomiędzy tą rotacją a wynikami finansowymi spółek przy wysokim i niskim poziomie własności menedżerskiej został osiągnięty również w rozdziałach trzecim i szóstym. Związków opisanych w tym celu dotyczyła także czwarta i piąta hipoteza. Próba badawcza analizowana przy realizacji niniejszego celu, po usunięciu przypadków, które zawierały braki danych, liczyła 1067 obserwacji dokonanych w 284 spółkach. W całej próbie udało się potwierdzić negatywną zależność pomiędzy rotacjami a własnością menedżerską, co potwierdzało czwartą hipotezę. Następnie podzielono próbę na dwie części z graniczną wartością udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla na poziomie 5% i przeprowadzono osobną dla nich analizę. Celem tego podziału było sprawdzenie różnic w relacjach pomiędzy badanymi

zmiennymi przy niskim i wysokim udziale we własności członków zarządów. Analiza pokazała, że negatywna zależność występuje jedynie przy większym udziale we własności członków zarządu. Przy niskim udziale ta zależność jest nawet pozytywna. Można zatem podsumować, że niski udział we własności menedżerów najwyższego szczebla nie chroni prezesów zarządów przed zwolnieniem i – jak dodano we wnioskach z tego badania przedstawionych w rozdziale 3.4 – może to świadczyć, iż zewnątrzni inwestorzy bardziej krytycznie patrzą na właścicieli-menedżerów, którzy posiadają małe udziały we własności, a także wywierają na nich większą presję i wymagają większej odpowiedzialności za wyniki. Duży udział we własności menedżerów najwyższego szczebla powoduje natomiast efekt „zakotwiczenia”, gdzie właścicielom-menedżerom łatwiej jest obronić się przed presją zewnętrznych inwestorów. Potwierdzają to także wyniki tego samego badania, ale już na temat relacji pomiędzy wynikami finansowymi spółek a rotacjami na stanowiskach prezesów spółek. W całej próbie stwierdzono statystycznie istotną zależność pomiędzy tymi rotacjami a wynikami mierzonymi miarą księgową (ROA), ale tylko przy mniejszym udziale we własności właścicieli-menedżerów pomiędzy nimi a wynikami mierzonymi miarą rynkową (wskaźnik Q Tobina). Tym samym potwierdzono piątą hipotezę.

Piąty cel cząstkowy w postaci badania relacji pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a poziomem internacjonalizacji (działalnością eksportową) polskich spółek publicznych (internacjonalizacją działalności) był realizowany w rozdziałach trzecim i szóstym. W skład próby badawczej, w oparciu o którą testowano hipotezę w tym badaniu, wchodziły 253 spółki notowane na GPW w Warszawie na koniec 2013 r. To badanie miało charakter eksploracyjny, a po analizie regresji wielorakiej stwierdzono, że na podstawie zebranych danych nie można potwierdzić hipotezy, iż występują relacje pomiędzy własnością menedżerską a poziomem działalności eksportowej (internacjonalizacją działalności), choć wstępne analizy wskazywały, że taka relacja może istnieć.

Szósty cel cząstkowy, który dotyczył empirycznej analizy relacji pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością i wewnętrzną strukturą rad nadzorczych oraz zarządów polskich spółek publicznych, został zrealizowany w czwartym i szóstym rozdziale. Jego realizacja wiązała się z weryfikacją czterech hipotez postawionych na podstawie wcześniejszych badań światowych i rozważań teoretycznych. Pierwsze związki, czyli związki własności menedżerskiej z liczebnością organów statutowych spółek, badano na próbie 1928 obserwacji w 393 polskich spółkach publicznych i potwierdziły one wcześniej postawione hipotezy na temat pozytywnego wpływu własności menedżerskiej na liczbę członków zarządów oraz

negatywnego wpływu na liczbę członków rad nadzorczych. W ocenie tych zależności stwierdzono, że kierunki wpływu mogą wynikać z dążenia do ograniczenia roli rad nadzorczych w spółkach, gdzie udział we własności menedżerów najwyższego szczebla jest znaczny, i wzmacniania w nich zarządów. Druga zależność rozpatrywana w ramach realizacji tego celu dotyczyła wpływu własności menedżerskiej na różnorodność organów statutowych polskich spółek, która była tu mierzona udziałem kobiet w tych organach, i testowano ją na próbie 1984 rocznych obserwacji w 393 spółkach notowanych na GPW w Warszawie. Przeprowadzone analizy potwierdziły hipotezy, iż własność menedżerska wpływa pozytywnie na różnorodność zarówno rad nadzorczych, jak i zarządów polskich spółek publicznych. Jak wskazano w interpretacji wyników, teoretyczne rozważania nad przesłankami tej zależności pokazują, że wzrost różnorodności rad nadzorczych i zarządów prowadzi do poprawy reputacji spółek i jest pozytywnym sygnałem dla interesariuszy, co chętnie wykorzystują właściciele-menedżerowie.

Siódmy cel cząstkowy w postaci oceny związków pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a aktywnością rad nadzorczych i wyodrębnianiem przez te organy komitetów był również realizowany w czwartym i szóstym rozdziale. Badanie na temat wpływu własności menedżerskiej na aktywność rad nadzorczych przeprowadzono na próbie 463 rocznych obserwacji w 207 spółkach notowanych na GPW w Warszawie pomiędzy 2010 i 2012 r. Pokazały one, że wzrost udziału we własności członków zarządów prowadzi najczęściej do zmniejszenia liczby posiedzeń rad i stąd własność menedżerska może wpływać na pasywne zachowania tych organów statutowych. Tym samym udało się potwierdzić hipotezę na ten temat. Natomiast badanie relacji pomiędzy własnością menedżerską a skłonnością do powoływania komitetów rad nadzorczych zrealizowano na próbie 1109 obserwacji przeprowadzonych w 292 polskich spółkach publicznych. Pokazało ono, że wzrost udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla wpływa negatywnie na wyodrębnienie przez rady komitetów do spraw audytu oraz komitetów do spraw wynagrodzeń i w związku z tym potwierdzono dwie kolejne hipotezy.

Z kolei ósmy cel cząstkowy dotyczył badania relacji pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla a niezależnością w radach nadzorczych polskich spółek publicznych. Realizowano go w czwartym i szóstym rozdziale. Związana z nim była jedna hipoteza, a próbę badawczą stanowiło 339 spółek z sektorów niefinansowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych na koniec 2013 r. Do oceny niezależności posłużono się zapisami na temat niezależności w statutach spółek oraz ujawnianiem przez nie informacji na temat niezależnych członków rad w raportach rocznych. Zgromadzone dane i przeprowadzona analiza regresji wielorakiej

nie dały jednak podstaw do stwierdzenia, że istnieją statystycznie istotne związki pomiędzy udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla polskich spółek publicznych a niezależnością w radach nadzorczych tych spółek. Tym samym postawiona hipoteza nie została potwierdzona.

Wreszcie dziewiąty cel cząstkowy w postaci analizy wpływu własności menedżerskiej na wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla oraz wypłatę dywidend w polskich spółkach publicznych był realizowany w piątym i szóstym rozdziale. Jego realizacja wiązała się z testowaniem trzech hipotez. Jako pierwsze analizowano związki pomiędzy udziałem we własności członków zarządów a ich wynagrodzeniem pieniężnym. Przeprowadzono je początkowo na całej próbie 1116 obserwacji w 293 spółkach, a później tę próbę podzielono na dwie części, gdzie na podstawie wcześniejszych badań ustalono próg graniczny przy 5% udziale we własności menedżerów najwyższego szczebla. Analizy potwierdziły hipotezę, że menedżerowie posiadający znaczące udziały we własności są w stanie wpływać na wysokość swoich wynagrodzeń. Czym większy ten udział, tym wyższe wynagrodzenia. Przy niskich udziałach we własności członków zarządów nie udało się jednak tej zależności potwierdzić. Dotyczy ona zatem głównie ich wyższego udziału we własności. Jako drugie analizowano związki pomiędzy własnością menedżerską a niepieniężnymi formami wynagradzania menedżerów. Próbę w tym badaniu stanowiły spółki wchodzące w skład indeksów WIG30, mWIG40 i sWIG80 na koniec 2013 r. Łącznie analizowano 110 obserwacji. Przeprowadzona analiza nie pozwoliła jednak na potwierdzenie hipotezy i stwierdzenie, że występują statystycznie istotne związki pomiędzy własnością menedżerską a wdrażaniem programów motywacyjnych dla menedżerów najwyższego szczebla opartych na kapitale. W trzecim badaniu przeprowadzonym w ramach realizacji tego celu analizowano związki pomiędzy własnością menedżerską a polityką wypłat dywidend. Analizowano tu dane pochodzące z 1984 obserwacji na temat 393 spółek. Początkowo analizy przeprowadzono w całej próbie, a później analogicznie do wcześniej opisywanych badań podzielono ją na dwie części. Po przeprowadzonych badaniach stwierdzono, że udział we własności członków zarządów ma negatywny wpływ na wypłatę dywidend, ale tylko wtedy, gdy posiadają oni większe udziały we własności. Wtedy preferują raczej pozostawianie zysków w spółce i ewentualne przyszłe zyski kapitałowe, które zostaną osiągnięte dzięki wdrażanej przez nich, a finansowanej z zatrzymanego zysku, strategii rozwoju. Przy małych udziałach we własności menedżerów najwyższego szczebla zewnątrzni inwestorzy forsują wypłaty dywidend. Tym samym udało się potwierdzić hipotezę na temat relacji pomiędzy własnością menedżerską a wypłatami dywidend przez spółki tylko w odniesieniu do wyższych udziałów właścicieli-menedżerów we własności.

Z przedstawionych analiz można również wyciągnąć szereg wniosków co do kierunków dalszych badań empirycznych. Przede wszystkim, że w badaniach nad wpływem własności menedżerskiej na różne aspekty funkcjonowania spółek nie należy zakładać monotonicznego charakteru zależności. O ile zauważono to wcześniej w badaniach na temat związków pomiędzy własnością menedżerską a wynikami finansowymi spółek, to rzadko stosowano takie podejście w analizach innych zależności. Ponadto opisywane w niniejszym opracowaniu światowe i krajowe badania pokazały, że wyniki poszczególnych badań mogą się różnić w zależności od uwarunkowań instytucjonalnych. Stąd niektóre z wyników badań, na przykład na temat wpływu własności menedżerskiej na wyniki finansowe spółek czy na wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla lub wypłaty dywidend, mogą różnić się w poszczególnych państwach, a wpływ na to ma szereg czynników, np. stopień rozwoju rynków kapitałowych czy rozwiązania prawne. Z tego też powodu te wyniki mogą różnić się w czasie.

Niektóre z przedstawionych badań miały charakter eksploracyjny i były przeprowadzone na mniejszych próbach, dotyczących też krótszych okresów czasu. Były to badania poświęcone relacji pomiędzy własnością menedżerską a strategiami spółek, niezależnością w radach nadzorczych oraz wynagrodzeniami niepieniężnymi zarządów spółek. Dużym problemem prowadzenia badań na te tematy jest trudny dostęp do danych, które pozwoliłyby na rzetelne przedstawienie wskazanych zagadnień. Spółki często unikają ich publikacji. Podobny problem, choć w dużo mniejszym zakresie, dotyczy liczby posiedzeń rad nadzorczych. Szersze wnioski na temat zależności pomiędzy nimi a własnością menedżerską mogą zostać wyciągnięte po zebraniu danych innymi metodami lub już po zwiększeniu transparentności funkcjonowania polskich spółek publicznych.

Co więcej, do modeli ekonometrycznych, które analizowały wpływ własności menedżerskiej na funkcjonowanie spółek i ich organów statutowych, wprowadzono również szereg zmiennych kontrolnych. Niektóre z nich wpływały na zmienne zależne. Te relacje także zostały opisane i wyjaśnione w niniejszym opracowaniu. Wiele z nich może stanowić punkt wyjścia dla innych badań czy też pomagać w dyskusji nad wynikami podobnych badań empirycznych. W szczególności dotyczy to związków pomiędzy różnymi mechanizmami ładu korporacyjnego (np. różnorodnością organów statutowych) a wynikami finansowymi spółek.

Ciekawym kierunkiem badań jest również substytucyjność niektórych mechanizmów ładu korporacyjnego. Problem ten został poruszony w rozdziale opisującym powoływanie komitetów rad nadzorczych. W zasadzie na całym świecie dobre praktyki wskazują, co spółki powinny zrobić, aby zwiększyć własną transparentność i zmniejszyć ryzyko zajęcia nadużyć menedżerskich lub właścicielskich, ale przecież mogą one kon-

centrować się na jednych mechanizmach, a w zamian unikać stosowania innych lub stosować je w mniejszym zakresie. Dalsze badania powinny wskazać, czy konieczne jest stosowanie wszystkich mechanizmów i czy nie wystarczy stosowanie tylko wybranych mechanizmów, ale za to na wyższym poziomie.

Zaprezentowane w niniejszym opracowaniu badania pozwalają także na wyciągnięcie wniosków dla praktyki. Chodzi tu o wnioski zarówno dla inwestorów, jak i dla regulatorów z otoczenia polskich spółek publicznych. Przede wszystkim unaoczniają, jak struktury własnościowe mogą wpłynąć na stopy zwrotu z inwestycji. Otóż wyniki badań pokazują, że tylko niski poziom własności menedżerskiej korzystnie wpływa na wyceny rynkowe spółek. Natomiast jej wzrost może prowadzić do ryzyka pokusy nadużyć i osłabienia wewnętrznego nadzoru nad spółkami, co w efekcie wiąże się z wyższym ryzykiem dla zewnętrznych inwestorów i innych interesariuszy.

Badania te pośrednio wpisują się również w dyskusję na temat kierunków zmian polskiego modelu organów statutowych. Została ona już poruszona w rozdziale 6.6 i dotyczy modelu organów statutowych polskich spółek publicznych. Wprowadzenie modelu opcjonalnego i możliwości wyboru przez spółki pomiędzy modelem jednopoziomowym (rada dyrektorów) i dwupoziomowym (rada nadzorcza i zarząd) jest przy niektórych strukturach własnościowych uzasadnione. Opisywane w niniejszym opracowaniu badania nie odnosiły choćby takiego aspektu, jak wpływ struktur własnościowych na zakres informacji przekazywanych na posiedzenia rad nadzorczych, co byłoby pewnie ciekawe i istotne z tego punktu widzenia, ale i trudne do zbadania przy zastosowanej metodzie. Pokazało jednak, że własność menedżerska jest w stanie ograniczać rolę rad nadzorczych spółek, np. poprzez wpływ na liczbę posiedzeń czy wyodrębnianie przez nie komitetów. Z tymi problemami lepiej radzi sobie jednopoziomowy model organizacji organów statutowych (Cadbury, 2002).

Wyniki niniejszego badania mogą być wreszcie źródłem refleksji dla twórców dobrych praktyk dla polskich spółek publicznych. Pokazują one bowiem, że te zasady nie zawsze mają charakter uniwersalny i w niektórych warunkach ich wdrożenie jest bardzo trudne. Dobre praktyki opierają się na zasadzie „stosuj albo wyjaśnij”, a sankcją za ich odrzucenie jest gorsza wycena akcji spółki. Należy jednak pamiętać, że koncentracja struktur własnościowych sprawia, iż spółki nie są „wrażliwe” na tego rodzaju „sankcję”. Niniejsze badanie pokazało to pośrednio w odniesieniu do udziału we własności menedżerów najwyższego szczebla. W takiej sytuacji warto zastanowić się, czy zasady dobrych praktyk nie powinny być bardziej szczegółowe i nie powinny również uwzględniać specyfiki struktur własnościowych, gdyż w innym przypadku mogą być one nieskuteczne.

MANAGERIAL OWNERSHIP IN POLISH LISTED COMPANIES

This monograph seeks to determine the influence of managerial ownership on the most important mechanisms of corporate governance and company performance. The initial research sample comprised 1,988 observations in 397 Polish WSE listed companies, made between 2008 and 2013. The research allowed a number of conclusions to be drawn.

Firstly, the study of the relationship between managerial ownership and company performance did not result in finding links of a monotonic nature in the whole sample. The analyses only confirmed the growing relationship between managerial ownership and Tobin's Q ratio for its value of 1.2 percent, which partially proved the formulated hypothesis. On this basis, it has been stated that the interests of managers and owners are most closely shared only at a very low level of managerial ownership. However, the analysis of the relationship between managerial ownership and the efficiency of intellectual capital showed that managerial ownership has a negative impact on the efficiency of human capital, and that this relationship was monotonic in nature.

Secondly, the study of the relationship between managerial ownership and CEO turnover confirmed a negative relation between the two. In order to study the conclusions in a more profound manner, the sample was divided into two parts with the limit of 5% for managerial ownership, and calculations for each were performed separately. This analysis showed that the negative relation occurs only when there is a greater share in ownership among the members of the management board. When the share is kept at a low level, this relation can even be positive. Thus, it can be stated that a low managerial ownership does not protect CEO against dismissal, and the results may prove that outside investors are more prone to turn a critical eye on owner-managers who have smaller shares in ownership, but they also put more pressure on them and demand greater responsibility for results. A large share in ownership among top

managers, for a change, causes the entrenchment effect, when it is easier for owner-managers to resist the pressure exerted by outside investors. It is also confirmed by the results of the same study, but focusing on the relationship between company performance and CEO turnover. Throughout the whole sample there has been a statistically significant relationship between this turnover and performance measured by accounting measure (ROA), but only at a smaller share in ownership among owner-managers between these results and the results measured by market measure (Tobin's Q ratio).

Thirdly, the studies of the analysis of the relationship between managerial ownership and the size and internal structure of supervisory and management boards of Polish listed companies indicated a positive influence of managerial ownership on the number of members of management boards and a negative impact upon the number of members of supervisory boards. During the assessment of these relationships, it was stated that the directions of influence may result from the desire to limit the role of supervisory boards in companies where the share in ownership among top managers is substantial, and to strengthen the position of management boards. Moreover, the analysis of the influence of managerial ownership on the board gender diversity showed that managerial ownership influences positively the diversity of both the supervisory boards and management boards of Polish listed companies. As stated in the interpretation of the results, the theoretical divagations on the conditions of this relationship show that an increase in diversity of supervisory and management boards results in an improvement of companies' reputation and is a positive message for stakeholders, which owner-managers eagerly make use of.

Next, the results also showed that the increase in the share of ownership among management board members most frequently results in a reduction in the number of board meetings (supervisory boards' activity), and thus, managerial ownership may influence the passive behaviour of these bodies. Nevertheless, the analysis of the relationship between managerial ownership and the tendency to establish committees of supervisory boards showed that the increase in the share of ownership among top managers has a negative impact upon the process of establishing audit and remuneration committees by supervisory boards.

Finally, the analyses of the influence of managerial ownership on executive remuneration confirmed the hypothesis which stated that top managers with substantial shares in ownership are capable of influencing the amount of their remuneration. The greater the share, the higher the remuneration. This relationship could not be confirmed, however, for low shares in ownership among board members. Therefore, it mainly refers

to their higher share in ownership. Furthermore, the relationships between managerial ownership and dividend policy were also scrutinised. The analysis made it possible to state that the share in ownership among board members has a negative influence upon dividend payment, but only when they have a greater share in ownership. In such a situation, they prefer to leave profits in the company and receive potential capital gains in the future. When top managers have a small share of ownership outside investors push for dividend payments.

BIBLIOGRAFIA

- Abbott L., Parker S., Peters G. (2004), *Audit committee characteristics and restatements*, „Auditing: A Journal of Practice and Theory”, Vol. 23, No. 1, s. 69–87.
- Abowd J. M. (1990), *Does Performance-based Managerial Compensation Affect Corporate Performance*, „Industrial and Labour Relations Review”, Vol. 43, No. 3, s. 52–73.
- Adams R. B., Almeida H., Ferreira D. (2005), *Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance*, „The Review of Financial Studies”, Vol. 18, No. 4, s. 1403–1432.
- Adams R., Ferreira D. (2009), *Gender Diversity in the Board Room*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 94, No. 2, s. 291–309.
- Adamska A. (2013), *Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, R. 11, nr 2, cz. 6, s. 186–199.
- Adamska A. (2013), *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Adithipyangkul P., Alon I., Zhang T. (2011), *Executive perks: Compensation and corporate performance in China*, „Asia Pacific Journal of Management”, Vol. 28, No. 2, s. 401–425.
- Aggestam M. (2004), *Corporate Governance and Capital Groups in Poland*, „Journal for East European Management Studies”, Vol. 9, No. 4, s. 367–390.
- Agrawal A., Knoeber C. (2001), *Do some outside directors play a political role?*, „Journal of Law and Economics”, Vol. 44, No. 1, s. 179–198.
- Agrawal A., Mandelker G. N. (1987), *Managerial incentives and corporate investment and financing decisions*, „Journal of Finance”, Vol. 42, No. 4, s. 823–837.
- Ahern K. R., Dittmar A. (2012), *The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 127, No. 1, s. 137–197.
- Albert M. (1993), *Capitalism vs. Capitalism: How America's Obsession with Individual Achievement and Short-Term Profit Has Led It to the Brink of Collapse*, Four Walls Eight Windows, New York.
- Alchian A., Demsetz H. (1972), *Production, Information Costs, and Economic Organizations*, „The American Economic Review”, Vol. 62, No. 5, s. 777–795.
- Alfaraih M., Alanezi F., Almujaed H. (2012), *The Influence of Institutional and Government Ownership on Firm Performance: Evidence from Kuwait*, „International Business Research”, Vol. 5, No. 10, s. 192–200.
- Alessandri T. M., Seth A. (2014), *The Effects of Managerial Ownership on International and Business Diversification*, „Strategic Management Journal”, Vol. 35, s. 2064–2075.

- Alessandri T. M., Tong T. W., Reuer J. J. (2012), *Firm heterogeneity in growth option value: The role of managerial incentives*, „Strategic Management Journal”, Vol. 33, s. 1557–1566.
- Allen F., Bernardo A., Welch I. (2000), *A theory of dividends based on tax clienteles*, „Journal of Finance”, Vol. 55, No. 6, s. 2499–2536.
- Allan F., Gale D. (2000), *Comparing financial systems*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Aluchna M. (2009), *Does good corporate governance matter? Best practice in Poland*, „Management Research News”, Vol. 32, No. 2, s. 185–198.
- Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna w Warszawie, Warszawa.
- Aluchna M. (2015), *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa.
- Amihud Y., Lev B. (1981), *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*, „The Bell Journal of Economics”, Vol. 12, No. 2, s. 605–617.
- Amihud Y., Lev B. (1999), *Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification*, „Strategic Management Journal”, Vol. 20, No. 11, s. 1063–1069.
- Anderson R. C., Mansi S., Reeb D. M. (2010), *Executive Behavior: A Creditor Perspective on Managerial Ownership*, [w:] H. K. Baker, R. Anderson (eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, s. 141–156.
- Anderson R. C., Reeb D. M. (2003), *Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500*, „Journal of Finance”, Vol. 58, No. 3, s. 1301–1328.
- Anderson C., Reeb D. M., Upadhyay A., Zhao W. (2011), *The Economics of Director Heterogeneity*, „Financial Management”, Vol. 40, No. 1, s. 5–38.
- Andres Ch., Betzer A., Goergen M., Metzger D. (2010), *Corporate Governance Systems*, [w:] H. K. Baker, R. Anderson (eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, s. 263–283.
- Andrews K. R. (1986), *The concept of corporate strategy*, Homewood, Irwin.
- Andriessen D. (2004), *Making Sense of Intellectual Capital, Designing a Method for the Valuation of Intangibles*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford.
- Ansoff H. I. (1965), *Corporate Strategy*, McGraw Hill, New York.
- Anesi V. (2009), *Moral hazard and free riding in collective action*, „Social Choice and Welfare”, Vol. 32, s. 197–219.
- Arrow K. J. (1968), *The Economics of Moral Hazard: Further Comment*, „The American Economic Review”, Vol. 58, No. 3, s. 537–539.
- Arrow K. J. (1998), *What Has Economics to Say About Racial Discrimination?*, „Journal of Economic Perspectives”, Vol. 12, No. 2, s. 91–100.
- Aydin N., Sayim M., Yalama A. (2007), *Foreign Ownership and Firm Performance: Evidence from Turkey*, „International Research Journal of Finance and Economics”, Vol. 11, s. 103–111.
- Baker M., Gompers P. (2003), *The determinants of board structure at the initial public offering*, „Journal of Law and Economics”, Vol. 46, s. 569–598.
- Baker M., Nagel S., Wurgler J. (2007), *The effect of dividends on consumption*, „Brookings Papers of Economic Activity”, Vol. 1, s. 277–291.
- Barclay M., Holderness C., Sheehan D. (2006), *Dividends and corporate shareholders*, Working Paper, University of Rochester, <https://www2.bc.edu/~holderne/DividendsCorporateShareholdersRFS.pdf> [dostęp: 27.06.2015].

- Barney J. B., Hesterly W.S. (2012), *Strategic Management and Competitive Advantage: Concepts*, Pearson, Boston.
- Barzegar B., Babu K. N. (2008), *The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Iran*, „ICFAI Journal of Applied Finance”, Vol. 14, No. 3, s. 43–55.
- Beasley M. (1996), *An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Directors Composition and Financial Statement Fraud*, „The Accounting Review”, Vol. 71, No. 4, s. 443–465.
- Bebchuk L. A., Fried J. M. (2003), *Executive Compensation as an Agency Problem*, „Journal of Economic Perspectives”, Vol. 17, No. 3, s. 71–92.
- Bebchuk L. A., Roe M. J. (1999), *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, „Stanford Law Review”, Vol. 52, s. 127–170.
- Becht M., Röell A. (1999), *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, „European Economic Review”, Vol. 43, No. 4–6, s. 1049–1056.
- Beiner S., Drobetz W., Schmid F., Zimmermann H. (2004), *Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism?*, „Kyklos”, Vol. 57, No. 3, s. 327–356.
- Bennedsen M., Kongsted H. Ch., Nielsen K. M. (2008), *The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 28, s. 1098–1109.
- Berger P. G., Ofek E. (1995), *Diversification's effect on firm value*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 37, No. 1, s. 39–65.
- Berglöf E., Pajuste A. (2003), *Emerging Owners, Eclipsing Markets?*, [w:] P. K. Cornelius, B. Kogut (eds.), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press, Oxford.
- Berle A. Jr., Means G. C. (1932), *The modern corporation and private property*, MacMillan, New York.
- Bertrand M., Mullainathan S. (2001), *Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 116, No. 3, s. 901–932.
- Bethel J. E., Liebeskind, J. (1993), *The effects of ownership structure on corporate restructuring*, „Strategic Management Journal”, Vol. 14, Summer Special Issue, s. 15–31.
- Bhattacharya S. (1979), *Imperfect information, dividend policy, and the 'bird in the hand fallacy'*, „Bell Journal of Economics”, Vol. 10, No. 1, s. 259–270.
- Bhattacharya S. (1980), *Nondissipative signaling structures and dividend policy*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 95, No. 1, s. 1–24.
- Bianco M., Ciavarella A., Signoretti R. (2011), *Women on Boards in Italy*, Working Paper No. 70, CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa).
- Birkett B. S. (1986), *The Recent History of Corporate Audit Committees*, „The Accounting Historians Journal”, Vol. 13, No. 2, s. 109–124.
- Bjuggren P.-O., Eklund J. E., Wiberg D. (2007), *Institutional Owners and the Return on Investments*, Working Paper Series in Economics and Institutions of Innovation, No. 96, Royal Institute of Technology, CESIS – Centre of Excellence for Science and Innovation Studies.
- Black F. (1976), *The dividend puzzle*, „Journal of Portfolio Management”, Vol. 2, No. 2, s. 5–8.
- Blanchard O. J., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1994), *What do Firms do with Cash Windfalls*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 36, No. 3, s. 337–360.
- Blair M., Stout M. (1999), *A Team production theory of corporate law*, „Virginia Law Review”, Vol. 85, No. 2, s. 248–328.
- Bloomfield S. (2013), *Theory and Practice of Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge.

- Boeker W. (1989), *Strategic change: The effects of founding and history*, „Academy of Management Journal”, Vol. 32, No. 3, s. 489–515.
- Bohdanowicz L. (2010), *Czynniki wpływające na liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź, s. 397–415.
- Bohdanowicz L. (2014c), *Directions of change in the Polish two-tier board model*, „Journal of Positive Management”, Vol. 5, No. 1, s. 21–30.
- Bohdanowicz L. (2010a), *Kobiety w radach nadzorczych spółek publicznych – pokonywanie barier*, „Przegląd Corporate Governance”, nr 3, s. 23–33.
- Bohdanowicz L. (2011a), *Kobiety w radach nadzorczych i zarządach spółek: Polskie i światowe tendencje oraz wyzwania*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 3, s. 179–196.
- Bohdanowicz L. (2009), *Liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych*, [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 1, Sopot, s. 25–37.
- Bohdanowicz L. (2014a), *Managerial Ownership and Intellectual Capital Efficiency: Evidence from Poland*, „China – USA Business Review”, Vol. 13, No. 10, s. 626–635.
- Bohdanowicz L. (2014b), *Managerial Ownership and Supervisory Board Activity: Evidence from Polish Listed Companies*, „Management of Organizations: Systematic Research”, Vol. 70, s. 41–54.
- Bohdanowicz L. (2015), *Managerial Ownership, Supervisory Board Committees and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms: Evidence from Poland*, Referat prezentowany na The 4th Conference on Contemporary Problems in Corporate Governance”, Gdańsk 6–8 Maj (materiały nieopublikowane).
- Bohdanowicz L. (2011c), *Obecność kobiet w organach statutowych polskich spółek publicznych: Perspektywa teorii instytucjonalnej oraz teorii zasobowej*, „Master of Business Administration”, nr 2, s. 68–87.
- Bohdanowicz L. (2009), *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wyd. UŁ, Łódź.
- Bohdanowicz L. (2010b), *Wpływ liczebności rad nadzorczych i zarządów spółek publicznych na wyniki spółek*, „Master of Business Administration”, nr 3, s. 18–30.
- Bohdanowicz L., Jeżak, J. (2009), *Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin, s. 405–416.
- Bohdanowicz L. (2011c), *Zróżnicowanie organów statutowych pod względem płci a wyniki finansowe polskich spółek publicznych*, Acta Universitatis Nicolai Copernici, Ekonomia XLII, Zeszyt 403, Toruń, s. 105–117.
- Bohdanowicz L., Matyas Z. (2015), *Wpływ rad nadzorczych na procesy formułowania i realizowania strategii w polskich spółkach publicznych – wyniki przeprowadzonych badań własnych*, [w:] J. Jeżak (red.), *Rola rad nadzorczych w procesach formułowania i realizowania strategii spółek*, Wyd. UŁ, Łódź (w druku).
- Bohdanowicz L., Urbanek G. (2013), *The Impact of Ownership Structure on Intellectual Capital Efficiency: Evidence from Polish Emerging Market* (December 27, 2013), <http://ssrn.com/abstract=2372412>
- Bolbol A. A., Fatheldin A. M., and Omran M. (2004), *Ownership structure, firm performance and corporate governance: Evidence from selected Arab countries*, AMF Economic Paper, Arab Monetary Fund, Abu Dhabi.
- Bolton P., Scheinkman J., Xiong W. (2003), *Executive Compensation and Short-Ter-*

- mism Behaviour in Speculative Markets, „Review of Economic Studies”, Vol. 73, s. 577–610.
- Bonin J. P., Hasan I., Wachtel P. (2005), *Bank performance, efficiency and ownership in transition countries*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 29, No. 1, s. 31–53.
- Boone L., Casares Field L., Karpoff, J. M., Raheja Ch. G. (2007), *The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 85, No. 1, s. 66–101.
- Bontis N. (1998), *Intellectual capital: an exploratory study that develops measures and models*, „Management Decision”, Vol. 36, No. 2, s. 63–76.
- Bosh H. (1995), *The Director at Risk: Accountability in the Boardroom*, FT Pitman, Melbourne.
- Borokhovich K., Brunarski K., Parrino R. (1997), *CEO contracting and antitakeover amendments*, „Journal of Finance”, Vol. 52, No. 4, s. 1495–1517.
- Bounfour A., Edvinsson L. (2004), *IC for Communities, Nations, Regions, Cities, and other Communities*, Butterworth-Heinemann, Boston, MA.
- Boyd B. K., Franco Santos M., Shen W. (2012), *International Developments in Executive Compensation*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 20, No. 6, s. 511–518.
- Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R. (2005), *Payout policy in the 21st century*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 77, No. 3, s. 483–527.
- Brammer S., Millington A., Pavelin S. (2009), *Corporate Reputation and Women on the Board*, „British Journal of Management”, Vol. 20, No. 1, s. 17–29.
- Brennan M. J. (1995), *Corporate finance over the past 25 years*, „Financial Management”, Vol. 24, No. 2, s. 9–22.
- Brennan M. J., Thakor A. (1990), *Shareholder preferences and dividend policy*, „Journal of Finance”, Vol. 45, No. 4, s. 993–1017.
- Breuer W., Riegler M. O., Soypak K. C. (2014), *The Behavioral Foundations of Corporate Dividend Policy a Cross-Country Analysis*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 42, No. 3, s. 247–265.
- Brick I. E., Chidambaram N. K. (2010), *Board meetings, committee structure, and firm value*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 16, s. 533–553.
- Brouthers K. D., Gelderman M., Arens P. (2007), *The Influence of Ownership on Performance: Stakeholders and Strategic Contingency Perspective*, „Schmalenbach Business Review”, Vol. 59, No. 3, s. 225–242.
- Brunello G., Graziano C. and Parigi B. M. (2003), *CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 27, s. 1027–1051.
- Cadbury A. (2002), *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*, Oxford: Oxford University Press.
- Burkart M., Gromb D., Panunzi D. (1997), *Large shareholders, monitoring, and value of the firm*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 112, No. 3, s. 693–728.
- Burke F. M., Guy D. M., Tatum K. V. (2008), *Audit Committees: A Guide for Directors, Management, and Consultants*, a Wolters Kluwer business, Chicago.
- Calabrò A., Torchia M., Pukall T., Mussolino D. (2013), *The influence of ownership structure and board strategic involvement on international sales: The moderating effect of family involvement*, „International Business Review”, Vol. 22, No. 3, s. 509–523.
- Campbell A. (1997), *Stakeholders: The Case in Favour*, „Long Range Planning”, Vol. 30, No. 3, s. 446–449.
- Campbell K., Minguez-Vera A. (2008), *Gender Diversity in the Boardroom and Firm*

- Financial Performance*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 83, No. 3, s. 435–451.
- Campbell K., Jeżak J., Bohdanowicz L. (2006), *Board of Directors' Remuneration and Firm Performance: Evidence from Polish listed companies*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź: Zarządzanie finansami, inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, Wyd. Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 579–589.
- Campbell T., Gallmeyer M., Johnson S., Ruefford J., Stanley B. (2011), *CEO optimism and forced turnover*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 101, No. 3, s. 695–712.
- Carcello J. V., Hermanson D. R., Neal T. L., Riley R. A. (2002), *Board characteristics and audit fees*, „Contemporary Accounting Research”, Vol. 19, No. 3, s. 365–384.
- Carcello V., Neal T. L., Palmrose Z.-V., Scholz S. (2011), *CEO Involvement in Selecting Board Members, Audit Committee Effectiveness, and Restatements*, „Contemporary Accounting Research”, Vol. 28, No. 2, s. 396–430.
- Carson E. (2002), *Factors Associated with the Development of Board Sub-committees*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 10, No. 1, s. 4–18.
- Carter D. A., D'Souza F., Simkins B. J., Simpson W. G. (2010), *The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 18, No. 5, s. 396–414.
- Carter D. A., Simkins B. J., Simpson W. G. (2003), *Corporate governance, board diversity, and firm value*, „Financial Review”, Vol. 38, No. 1, s. 33–53.
- Casson M. (1993), *Cultural determinants of economic performance*, „Journal of Comparative Economics”, Vol. 17, s. 418–442.
- Castañer X., Kavadas N. (2013), *Does Good Governance Prevent Bad Strategy? A Study of Corporate Governance, Financial Diversification, and Value Creation by French Corporations, 2000–2006*, „Strategic Management Journal”, Vol. 34, s. 863–876.
- Celenza D., Rossi F. (2013), *Ownership Concentration, Intellectual Capital, and Firm Performance: Evidence from Italy*, „China – USA Business Review”, Vol. 12, No. 12, s. 1157–1174.
- Certo S. T. (2003), *Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures*, „Academy of Management Review”, Vol. 28, No. 3, s. 432–446.
- Chaminade C., Roberts H. (2003), *What it means is what it does: a comparative analysis of implementing intellectual capital in Norway and Spain*, „European Accounting Research”, Vol. 12, No. 4, s. 733–751.
- Chan K. C., Li J. (2008), *Audit Committee and Firm Value: Evidence on Outside Top Executives as Expert-Independent Directors*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 16, No. 1, s. 16–31.
- Chen S.-S., Ho K. W. (2000), *Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence*, „International Review of Financial Analysis”, Vol. 9, No. 3, s. 315–326.
- Chen Ch.-J., Yu Ch.-M. J. (2012), *Managerial ownership, diversification, and firm performance: Evidence from an emerging market*, „International Business Review”, Vol. 21, No. 3, s. 518–534.
- Chen C. R., Guo W., Mande V. (2003), *Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms*, „Pacific-Basin Finance Journal”, Vol. 11, s. 267–283.
- Chen G., Firth M., Xu L. (2009), *Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 33, No. 1, s. 171–181.
- Chen J., Liu X., Li W. (2010), *The effect of insider control and global benchmarks on Chinese*

- executive compensation*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 18, No. 2, s. 107–123.
- Chen M-C., Cheng S-J., Hwang Y. (2005), *An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 6, No. 2, s. 159–176.
- Cheng P., Su L., Zhu X. (2012), *Managerial ownership, board monitoring and firm performance in a family-concentrated corporate environment*, „Accounting and Finance”, Vol. 52, s. 1061–1081.
- Cheng S. (2008), *Board size and the variability of corporate performance*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 87, s. 157–176.
- Cheng S., Firth M. (2005), *Ownership, Corporate Governance and Top Management Pay in Hong Kong*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 13, No. 2, s. 291–302.
- Chhibber P. K., Majumdar S. K. (1999), *Foreign Ownership and Profitability: Property Rights, Control, and the Performance of Firms in Indian Industry*, „Journal of Law & Economics”, Vol. 42, No. 1, s. 209–238.
- Clacher I., Hillier D., McColgan P. (2010), *Agency Theory: Incomplete Contracting and Ownership Structure*, [w:] H. K. Baker R. Anderson (eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, s. 141–156.
- Coase R. H. (1937), *The Nature of the Firm*, „Economica”, Vol. 4, No. 16, s. 386–405.
- Cochran P. L., Wartick S. L. (1988), *Corporate Governance: A Review of Literature*, Financial Executives Research Foundations, New Jersey.
- Coles J., Daniel N., Naveen L. (2008), *Boards: Does one size fit all*, „Journal of Financial Economics”, s. 329–356.
- Coles J. L., Lemmon M. L., Meschke J. F. (2012), *Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 103, No. 1, s. 149–168.
- Colley Jr., J., Doyle J. L., Logan G. W., Stettinius W. (2005), *What is Corporate Governance*, McGraw-Hill: New York.
- Collier P. (1993), *Factors Affecting the Formation of Audit Committees in Major UK Companies*, „Accounting and Business History”, Vol. 23, Sus. 1, s. 421–430.
- Collier P. (1996), *The Rise of the Audit Committee in UK Quoted Companies: Curious Phenomenon?*, „Accounting and Business History”, Vol. 6, No. 2, s. 121–140.
- Collier P., Zaman M. (2005), *Convergence in European Corporate Governance: The audit committee concept*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 13, No. 6, s. 753–767.
- Confederation of British Industry (1995), *Directors' Remuneration: Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury*, <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf> [dostęp: 24.03.2015].
- Conger J. A., Finegold D., Lawler E. E. (1998), *Appraising Boardroom Performance*, „Harvard Business Review”, Vol. 76, No. 1, s. 136–148.
- Conyon M. J., He L. (2011), *Executive compensation and corporate governance in China*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 17, s. 1158–1175.
- Conyon M. J., Peck S. I. (1998), *Board control. Remuneration committees, and top management compensation*, „Academy of Management Journal”, Vol. 41, No. 2, s. 146–157.
- Conyon M. J., Peck S. I. (1998), *Board size and corporate performance: Evidence from European countries*, „The European Journal of Finance”, Vol. 4, s. 291–304.

- Canyon M. J., Peck S. I., Sadler G. V. (2006), *Compensation Consultants and Executive Pay*. WSRC Paper 2006/3-1, Wharton-SMU Research Center.
- Core J. E., Guay W. R., Larcker D. F. (2003), *Compensation and incentives: A Survey*, „FRBNY Economic Policy Review”, Vol. 9, No. 1, s. 27-50.
- Core J. E., Holthausen W. R., Larcker D. E. (1999), *Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 51, No. 3, s. 371-406.
- Cornforth Ch. (2004), *The Governance of cooperatives and mutual associations: a paradox perspective*, „Annals of Public and Cooperative Economics”, Vol. 75, No. 1, s. 11-32.
- Crespi-Cladera R., Gispert C. (2003), *Total board compensation, governance and performance of Spanish listed companies*, „Labour”, Vol. 17, No. 1, s. 103-126.
- Cronqvist H., Nilsson M. (2003), *Agency costs of controlling minority shareholders*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 38, No. 4, s. 695-719.
- Cuervo A. Villalonga B. (2000), *Explaining the variance in the performance effects of privatization*, „Academy of Management Review”, Vol. 25, No. 3, s. 581-590.
- Cyert R. M., March J. G. (1963), *A behavioral theory of the firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs NJ.
- Czakon W. (2010), *Zasobowa teoria firmy w krzywym zwierciadle*, „Przegląd Organizacji”, nr 4, s. 8-13.
- Czerniawski R., 2009, *Odpowiedzialność karna akcjonariuszy i członków rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Daily C. M., Dalton D. R., Cannella Jr. A. A. (2003), *Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data*, „Academy of Management Review”, Vol. 28, No. 3, s. 371-382.
- D'Aveni R. A. (1990), *Top managerial prestige and organizational bankruptcy*, „Organization Science”, Vol. 1, s. 123-142.
- David P., Hitt M. A., Gimeno J. (2001), *The Influence of Activism by Institutional Investors on R&D*, „Academy of Management Journal”, Vol. 44, No. 1, s. 144-157.
- Davis G. (2008), *A new finance capitalism? Mutual funds and ownership re-concentration in the United States*, „European Management Review”, Vol. 5, No. 1, s. 11-21.
- Davis J., Schoorman F., Donaldson L. (1997), *Toward Stewardship Theory of Management*, „Academy of Management Journal”, Vol. 22, No. 1, s. 20-47.
- De Anca C., Gabaldon P. (2014), *The Media Impact of Board Member Appointments in Spanish-Listed Companies: A Gender Perspective*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 12, No. 3, s. 425-438.
- De Jong A., Röell A. (2007), *Financing and Control in the Netherlands: A Historical Perspective*, [w:] R. K. Morck (red.), *A history of corporate governance around the world*, The University of Chicago Press, Chicago and London, s. 467-506.
- Demb A., Neubauer F. (2001), *Rada nadzorcza – Czym jest i jaka jest jej odpowiedzialność*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Denis D. J., Denis D. K., Sarin A. (1997), *Ownership structure and top executive turnover*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 45, s. 193-221.
- Del Brio E. B., Maia-Ramires E., Perote J. (2006), *Corporate governance mechanisms and their impact on firm value*, „Corporate Ownership and Control”, Vol. 4, No. 1, s. 25-36.
- Delgado-Verde M., Martín-de Castro G. and Navas-López J. E. (2011), *Organizational knowledge assets and innovation capability: Evidence from Spanish manufacturing firms*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 12, No. 1, s. 5-19.

- Demsetz H. (1983), *The structure of ownership and the theory of the firm*, „Journal of Law and Economics”, Vol. 26, No. 2, s. 375–390.
- Demsetz H., Villalonga B. (2001), *Ownership structure and corporate performance*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 7, s. 209–233.
- Denis D. J., Sarin A. (1999), *Ownership and board structures in publicly traded corporations*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 52, s. 187–223.
- Denis D. J., Denis D., Sarin A. (1997), *Agency problems, equity ownership and corporate diversification*, „Journal of Finance”, Vol. 52, No. 1, s. 135–160.
- Denis D., Denis D., Sarin A. (1999), *Agency theory and the influence of equity ownership on corporate diversification strategy*, „Strategic Management Journal”, Vol. 20, No. 11, s. 1071–1076.
- Dewenter K., Warther V. (1998), *Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms*, „Journal of Finance”, Vol. 53, No. 3, s. 879–904.
- De Zoort F. T., Hermanson D. R., Archambeault D. A., Reed S. (2002), *Audit Committee Effectiveness: A Synthesis of the Empirical Audit Committee Literature*, „Journal of Accounting Literature”, Vol. 21, s. 38–75.
- DeZoort F. T., Salterio S. (2001), *The effects of corporate governance experience and financial reporting and audit knowledge on audit committee members' judgments*, „Auditing: A Journal of Practice and Theory”, Vol. 20, No. 2, s. 31–47.
- DiMaggio P., Powell W. (1983), *The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organization fields*, „American Sociological Review”, Vol. 48, s. 147–160.
- Djankov S., Hoekman B. (2000), *Foreign Investment and Productivity Growth in Czech Enterprises*, „The World Bank Economic Review”, Vol. 14, No. 1, s. 49–64.
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2008), *The Law and Economics of Self-Dealing*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 88, No. 3, s. 430–465.
- Dobija D., Kołodkiewicz I., Cieślak I., Klimczak K. (2011), *Komitety rad nadzorczych*, Wolters Kluwert Business, Warszawa.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007r., http://www.ecgi.org/codes/documents/code_wse_2007_pl.pdf [dostęp: 4.03.2015].
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007r., http://www.ecgi.org/codes/documents/best_practice_wse_poland_nov2012_pl.pdf [dostęp: 4.03.2015].
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016, http://static.gpw.pl/pub/files/PDF/RG/DPSN2016__GPW.pdf [dostęp: 31.10.2015].
- Dockery E., Herbert W. (2000), *Corporate governance and enterprise restructuring in transition economies: Evidence from privatized Polish companies*, „Managerial Finance”, Vol. 26, No. 9, s. 80–92.
- Donaldson T., Preston L. E. (1995), *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications*, „Academy of Management Review”, Vol. 20, No. 1, s. 65–91.
- Doukas J. A., Pantzalis Ch. (2003), *Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 9, No. 1, s. 59–92.
- Douma S., Georga R., Kabir R. (2006), *Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market*, „Strategic Management Journal”, Vol. 27, No. 7, s. 637–657.

- Drakos A. A., Bekiris F. V. (2010), *Endogeneity and the relationship between board structure and firm performance: a simultaneous equation analysis for the Athens Stock Exchange*, „Managerial and Decision Economic”, Vol. 31, No. 6, s. 387–401.
- Drucker P. (1974), *Management: Tasks, Responsibilities, Practices*, Harper and Row, New York.
- Dunn P. (1912), *Breaking the boardroom gender barrier: the human capital of female corporate directors*, „Journal of Management and Governance”, Vol. 16, s. 557–570.
- Earley P., Mosakowski E. (2000), *Creating hybrid teams cultures: An empirical test of transnational team functioning*, „Academy of Management Journal”, Vol. 43, No. 1, s. 26–49.
- Easterbrook F. (1984), *Two agency cost explanations of dividends*, „American Economic Review”, Vol. 74, No. 4, s. 650–659.
- Edwards J. S., Eggert W., Weichenrieder A. J. (2009), *Corporate governance and pay for performance: Evidence from Germany*, „Economics of Governance”, Vol. 10, No. 1, s. 1–26.
- Edvinsson L., Malone M. (1997), *Intellectual capital: Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower*, Harper Business, New York.
- Eisenberg T., Sundgren S., Wells M. T. (1998), *Larger board size and decreasing firm value in small firms*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 48, s. 35–54.
- Eisenhardt K. M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review”, Vol. 14, No. 1, s. 57–74.
- Eisenhardt K. M. (1988), *Agency – and institutional – theory explanations: The case of retail sales compensation*, „Academy of Management Journal”, Vol. 31, No. 3, s. 488–511.
- Elyasiani E., Jia J. (2010), *Distribution of institutional ownership and corporate firm performance*, „Journal of Banking and Finance”, Vol. 34, s. 606–620.
- Erhardt N. L., Werbel J. D., Shrader C. B. (2003), *Board of director diversity and firm financial performance*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 11, No. 2, s. 102–111.
- Eriksson T. (2005), *Managerial pay and executive turnover in the Czech and Slovak Republics*, „Economics of Transition”, Vol. 13, No. 4, s. 659–677.
- Ertruk I., Froud J. Johal S., Williams K. (2005), *Pay for corporate performance or pay as social division*, „Competition and Change”, Vol. 9, No. 1, s. 49–74.
- Esser J. K. (1998), *Alive and Well After 25 Years: A Review of Groupthink Research*, „Organizational Behavior and Human Decision Processes”, Vol. 73, No. 2–3, s. 116–141.
- European Commission (2010), *Green Paper: Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policy*, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com_2010_284_en.pdf [do-step: 24.03.2015].
- European Union (1996), *Green Paper – The Role, Position and Liability of the Statutory Auditor in the European Union*, European Commission, Brussels, http://europa.eu/documents/comm/green_papers/pdf/com96_338_en.pdf [do-step: 9.03.2015].
- European Union (2004a), *Recommendations on the Role of (Independent) Non-Executive or Supervisory Directors*, European Commission, Brussels, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/independence/2004-05-consultation_en.pdf [do-step: 9.03.2015].
- European Union (2004b), *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, European Commission, Brussels,

- nal_market/company/docs/modern/report_en.pdf [dostęp: 9.03.2015].
- Evan W. M., Freeman R. E. (1993), *A Stakeholder Theory of Modern Corporation: Kantian Capitalism*, [w:] T. Beauchamp, N. Bowie (red.), *Ethical Theory and Business*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, s. 75–93.
- Faccio M., Lang L. (2002), *The ultimate ownership of Western European corporations*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 65, No. 3, s. 365–395.
- Faccio M., Lang L., Young L. (2001), *Dividends and expropriation*, „The American Economic Review”, Vol. 91, s. 54–78.
- Fama E. F. (1980), *Agency problems and the theory of the firm*, „Journal of Political Economy”, Vol. 88, No. 2, s. 288–307.
- Fama E. F., French K. (2002), *Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt*, „The Review of Financial Studies”, Vol. 15, No. 1, s. 1–33.
- Fama E. F., Jensen M. C. (1983), *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics”, Vol. 26, No. 2, s. 301–325.
- Farrell K. A., Hersch P. L. (2005), *Additions to Corporate Boards: The Effect of Gender*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 11, No. 1–2, s. 85–106.
- Fernandes N. (2008), *Board compensation and firm performance: The role of independent board members*, „Journal of Multinational Financial Management”, Vol. 18, s. 30–44.
- Ferrarini G., Moloney N. (2004), *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, „European Company and Financial Law Review”, Vol. 1, No. 3, s. 251–339.
- Ferreira D. (2010), *Board Diversity*, [w:] H. K. Baker, R. Anderson (eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, s. 225–442.
- Ferreira D., Kirchmaier T. (2013), *Corporate boards in Europe: Size, independence and gender diversity*, [w:] M. Belcredi, G. Ferrarini (red.), *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms. International Corporate Law and Financial Market Regulation*, Cambridge University Press, Cambridge, s. 191–224.
- Fincham R., Roslender R. (2003), *Intellectual capital accounting as management fashion: a review and critique*, „European Accounting Review”, Vol. 12, No. 4, s. 781–795.
- Finkelstein S. (1992), *Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation*, „Academy of Management Journal”, Vol. 35, No. 3, s. 505–538.
- Finkelstein S., Hambrick D. C. (1996), *Top Executives and Their Effects on Organizations*, West Publishing Company, St. Paul, MN.
- Firer S., Williams S. M. (2003), *Intellectual capital and traditional measures of corporate performance*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 4, No. 3, s. 348–360.
- Firth M., Fung P. M. Y., Rui O. M. (2007), *How ownership and corporate governance influence chief executive pay in China's listed firms*, „Journal of Business Research”, Vol. 60, s. 776–785.
- Flanagan W. G. (2003), *Dirty Rotten CEOs*, Citadel Press, New York.
- Florackis Ch., Ozkan A. (2009), *The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data*, „European Financial Management”, Vol. 15, No. 3, s. 497–528.
- Franks J., Mayer C. (2001), *Ownership and Control German corporations*, „Review of Financial Studies”, Vol. 14, No. 4, s. 943–977.
- Franks J., Mayer C., Renneboog L. (2001), *Who Discipline Management in Poorly Performing Companies?*, „Journal of Financial Intermediation”, Vol. 10, Nos 3–4, s. 209–248.

- Freeman R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholders Approach*, Pitman, Boston, MA.
- French J. R. P., Raven B. (1959), *The basis of social power*, [w:] D. Cartwright (red.), *Studies in social power*, Institute for Social Research University of Michigan, Ann Arbor, s. 150–167.
- Frydman R., Gray Ch. W., Hessel M., Rapaczynski A. (1999), *When Does Privatization Work? The Impact of Private Ownership and Corporate Performance in Transition Economies*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 114, No. 4, s. 1153–1191.
- Frydman R., Hessel M., Rapaczynski A. (2001), *Why Ownership Matter? Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe. Working Paper*, Department of Economics, New York University.
- Frydman C., Saks R. E. (2010), *Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective 1936–2005*, „Review of Financial Studies, Society for Financial Studies”, Vol. 23, No. 5, s. 2099–2138.
- Gad J., (2013), *Sprawozdawczość biznesowa wobec założeń teorii agencji*, „Zarządzanie i Finanse”, R. 11, nr 2, cz. 6, s. 172–185.
- Gajdka J., Walińska E. (2000), *Zarządzanie finansowe: Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Galbraith J. K. (1973), *Designing complex organizations*, Addison-Wesley, Reading, MA.
- Galbraith J. K. (1967), *The New Industrial State*, Houghton Mifflin Company, Boston.
- Gan K., Saleh Z. (2008), *Intellectual capital and corporate performance of technology-intensive companies: Malaysia evidence*, „Asian Journal of Business and Accounting”, Vol. 1, No. 1, s. 113–130.
- Geiler P., Renneboog L. (2010), *Executive Compensation: Incentives and Externalities*, [w:] H. K. Baker, R. Anderson (eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, s. 263–283.
- George G., Wiklund J., Zahra S. A. (2005), *Ownership and the Internationalization of Small Firms*, „Journal of Management”, Vol. 31, No. 2, s. 210–233.
- Gerhart B., Milkovich G. (1990), *Differences in Managerial Compensation and Financial Performance*, „Academy of Management Journal”, Vol. 33, No. 4, s. 663–691.
- Ghosh A. (2006), *Determination of Executive Compensation in an Emerging Economy: Evidence from India*, „Emerging Markets Finance and Trade”, Vol. 42, No. 3, s. 66–90.
- Giddens A. (1972), *Elites in the British class structure*, „Sociological Review”, Vol. 20, s. 345–372.
- Giełda Papierów Wartościowych, <http://www.gpw.pl/historia> [dostęp: 05.06.2015].
- Gillian S., Starks L. (2003), *Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: a Global Perspective*, „Journal of Applied Finance”, Vol. 13, No. 2, s. 4–22.
- Goedhuys M. (2007), *Learning, product innovation, and firm heterogeneity in developing countries: Evidence from Tanzania*, „Industrial and Corporate Change”, Vol. 16, No. 2, s. 269–292.
- Goh P.C. (2005), *Intellectual capital performance of commercial banks in Malaysia*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 6, No. 3, s. 385–396.
- Goyal V. K., Park Ch. W. (2002), *Board leadership structure and CEO turnover*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 8, s. 49–66.
- Goergen M., Brewster M. C., Wood, G. (2009), *Corporate governance and training*, „Journal of Industrial Relations”, Vol. 51, No. 4, s. 461–489.
- Goodstein J., Gautam K., Boeker, W. (1994), *The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change*, „Strategic Management Journal”, Vol. 15, s. 241–250.

- Goranova M., Alessandri T. M., Brandes P., Dharwadkar R. (2007), *Managerial ownership and corporate diversification: A longitudinal view*, „Strategic Management Journal”, Vol. 28, s. 211–225.
- Gorton G., Kahl M. (1999), *Blockholder Identity, Equity Ownership Structures, and Hostile Takeovers*, NBER Working Paper Series, No. w7123.
- Greco G. (2010), *Determinants of board and audit committee meeting frequency*, „Managerial Auditing Journal”, Vol. 26. No. 3, s. 208–229.
- Grinstein Y., Michaely R. (2005), *Institutional holdings and payout policy*, „Journal of Finance”, Vol. 60, No. 3, s. 1389–1426.
- Grosfeld I., Hashi I. (2003), *Mass Privatisation, Corporate Governance and Endogenous Ownership Structure*, William Davidson Institute Working Paper No. 596 (July).
- Grosfeld I., Tressel T. (2001), *Competition and corporate governance: Substitutes and complements? Evidence from Warsaw Stock Exchange*, CEPR Discussion Papers 2888, C.E.P.R.
- Grossman S., Hart O. (1988), *One share/one vote and the market for corporate control*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 20, s. 175–202.
- Grosvold J., Brammer S. (2011), *National Institutional Systems as Antecedents of Female Board Representation: An Empirical Study*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 19, No. 2, s. 116–135.
- Grosvold J., Brammer S., Rayton B. (2007), *Board diversity in the United Kingdom and Norway: an exploratory analysis*, „Business Ethics: A European Review”, Vol. 16, No. 4, s. 344–357.
- Grullon G., Michaely R. (2002), *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, „Journal of Finance”, Vol. 57, No. 4, s. 1649–1684.
- Guay W. R. (1999), *The sensitivity of CEO wealth to equity risk: an analysis of magnitudes and determinants*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 53, No. 1, s. 43–71.
- Gugler K., Yurtoglu B. (2003), *Corporate governance and dividend payout policy in Germany*, „European Economic Review”, Vol. 47, No. 4, s. 731–758.
- Gupta V., Hanges P. J., Dorfman P. (2002), *Cultural clusters: Methodology and findings*, „Journal of World Business”, Vol. 37, No. 1, s. 11–15.
- Hall B. J., Liebman J. (1998), *Are CEOs really paid like bureaucrats?*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 93, No. 3, s. 653–691.
- Hall B. J., Murphy K. J. (2000), *Stock options for undiversified executives*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 33, No. 1, s. 3–42.
- Hall B. J., Murphy K. J. (2003), *The Trouble with Stock Options*, „Journal of Economic Perspectives”, Vol. 17, No. 3, s. 49–70.
- Hall P. A., Soskice D. (2001), *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantages*, Oxford University Press, Oxford.
- Hambrick D. C. (1981), *Environment, strategy, and power within top management teams*, „Administrative Science Quarterly”, Vol. 26, s. 252–275.
- Hambrick D. C., Finkelstein S. (1987), *Managerial discretion: A bridge between polar views on organization*, [w:] B. M. Staw, L. L. Cummings (eds.), *Research in organizational behavior*, JAI Press, Greenwich, CT, s. 369–406.
- Hambrick D. C., Mason P. A. (1984), *Upper echelons: The organizations as a reflection of its top management*, „Academy of Management Review”, Vol. 9, No. 2, s. 193–206.
- Hamel G., Prahalad C. K. (1990), *The Core Competence of the Corporation*, „Harvard Business Review”, May–June, s. 79–91.

- Hanlon M., Rajgopal S., Shevlin T. (2003), *Are Executive Stock Options Associated with Future Earnings*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 36, s. 3–43.
- Hardjopranoto W. (2006), *Interdependent Analysis of Leverage, Dividend, and Managerial Ownership Policy*, „Gadjah Mada International Journal of Business”, Vol. 8, No. 2, s. 179–199.
- Harrison R. (2012), *Focusing Investors on the Long-Term Value of LTIPs*, „NACD Directorship”, Vol. 38, No. 5, s. 79.
- Healy P. M. (1985), *The effect of bonus schemes on accounting decisions*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 7, No. 1–3, s. 85–108.
- Hellman N. (2005), *Can we expect institutional investors to improve corporate governance*, „Scandinavian Journal of Management”, Vol. 21, No. 3, s. 293–327.
- Hendry J., Sanderson P., Barker R., Roberts J. (2006), *Owners or traders? Conceptualization of institutional investors and their relationship with corporate managers*, „Human Relations”, Vol. 59, No. 8, s. 1101–1132.
- Hermalin B. E., Weisbach M. S. (1991), *The effects of board composition and direct incentives on firm performance*, „Financial Management”, Vol. 20, No. 4, s. 101–112.
- Hicks J. (1969), *A theory of economic history*, Clarendon Press, Oxford.
- Hickson D. J., Lee C. A., Schneck R. E., Penning J. M. (1971), *A strategic contingencies theory of intraorganizational power*, „Administrative Science Quarterly”, Vol. 33, s. 211–232.
- Hillier D., McColgan P. (2006), *An analysis of changes in board structure during corporate governance reforms*, „European Financial Management”, Vol. 12, No. 4, s. 575–607.
- Hillman A. J., Cannella A. A., Paetzold R. L. (2000), *The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change*, „Journal of Management Studies”, Vol. 37, No. 2, s. 235–256.
- Hillman A. J., Shropshire Ch., Cannella Jr. A. A., (2007), *Organizational predictors of women on corporate boards*, „Academy of Management Journal”, Vol. 50, No. 4, s. 941–952.
- Himmelberg Ch. P., Hubbard R. G., Palia D. (1999), *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 53, s. 353–384.
- Hofstede G. (1983), *National cultures in four dimensions: A research-based theory on cultural differences among nations*, „International Studies of Management and Organizations”, Vol. 13, No. 1–2, s. 46–74.
- Holderness C. G. (2003), *A survey of blockholders and corporate control*, „Economic Policy Review”, Vol. 9, No. 1, s. 51–64.
- Holst E., Kirsch A. (2015), *Executive Board and Supervisory Board Members in German's Large Corporations Remain Predominantly Male*, „DIW Economic Bulletin”, No. 4, s. 35–47.
- Hough A., McGregor-Lowndes M., Ryan Ch. M. (2005), *Theorizing about board governance of nonprofit organizations surveying the landscape*, 34th Annual Conference of the Association for Research on Nonprofit Organizations and Voluntary Action, 17–19 November 2005, Washington DC.
- Huddart S., Lang M. (1996), *Employee Stock Option Exercise: An Empirical Analysis*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 21, No. 1, s. 5–43.
- Hung H. (1998), *A Typology of the theories of the roles of governing boards*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 6, No. 2, s. 101–111.
- Iwasaki I., Szanyi M., Csizmadia P., Illéssy M., Makó C. (2010), *Privatization, Foreign Aquisition, and Firm Performance: A New*

- Empirical Methodology and its Application to Hungary*, „The European Journal of Comparative Economics”, Vol. 7, No. 2, s. 307–343.
- Jaskiewicz P., Klein S. (2007), *The impact of goal alignment on board composition and board size in family business*, „Journal of Business Research”, Vol. 60, s. 1080–1089.
- Jelinek K., Stuerke P. (2009), *The Nonlinear Relation between Agency Costs and Managerial Equity Ownership: Evidence of Decreasing Benefits of Increasing Ownership*, „International Journal of Managerial Finance”, Vol. 5, No. 2, s. 156–178.
- Jensen M. C. (1993), *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, „The Journal of Finance”, Vol. 48, s. 831–880.
- Jensen M. C. (1986), *The agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers*, „American Economic Review”, Vol. 76, No. 2, s. 323–329.
- Jensen M. C., Meckling W. H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 3, No. 4, s. 305–360.
- Jensen M. C., Murphy K. J. (1990), *CEO Performance-pay and top management incentives*, „Journal of Political Economy”, Vol. 98, s. 225–262.
- Jerzemska M. (1999), *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jerzemska M. (2002), *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Jerzemska M., Golec A., Zamojska A. (2015), *Corporate governance: BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wyd. UG, Gdańsk.
- Jeżak J. (2014), *Corporate governance as a concept in evolution (the case of Poland)*, „Journal of Positive Management”, Vol. 5, No. 1, s. 43–53.
- Jeżak J. (2010a), *Ład korporacyjny: Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa.
- Jeżak J. (2003), *Mass Privatization as a Condition for Change: The Role of Polish NIFs*, [w:] H.-J. Stütting, W. Dorow, F. Claassen and S. Blazejewski (eds.), *Change Management in Transition Economies. Integrating Corporate Strategy, Structure and Culture*, Palgrave Macmillan, Hampshire, s. 45–54.
- Jeżak J. (2010b), *Struktury własności polskich spółek publicznych a ich strategie rozwoju*, Wyd. UŁ, Łódź.
- Jeżak J. (2010c), *The Board of Directors as an Active Participant in the Strategic Decision-making Process: Theory and Practice (Empirical evidence)*, Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper, <http://ssrn.com/abstract=1533796> [dostęp: 9.01.2010].
- Jeżak J., Bohdanowicz L., Matyjas Z. (2009), *Corporate Governance, Ownership Structure, and Corporate Performance: Evidence from Polish Listed Companies*, The Proceedings of the Conference on Marketing Innovation and Strategic Management of Transition from OEM to OSM, Guangzhou, China, July 3–5, 2009, s. 40–50.
- Jin H., Qian Y. (1998), *Public versus Private Ownership of Firms: Evidence from Rural China*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 113, No. 3, s. 773–808.
- Johnson G., Scholes K., Whittington R. (2010), *Podstawy strategii*, PWE, Warszawa.
- Johnson R. A. (1996), *Antecedents and outcomes of corporate refocusing*, „Journal of Management”, Vol. 22, No. 3, s. 439–483.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (2000), *Tunnelling*, „American Economic Review”, Vol. 90, No. 2, s. 22–27.
- Jonnergård K., Stafsudd A. (2011), *The making of active boards in Swedish public companies*, „Journal of Management and Governance”, Vol. 15, s. 123–155.

- Judge W. Q., Zeithaml C. P. (1992), *Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process*, „Academy of Management Journal”, Vol. 35, No. 4, s. 766–794.
- Kachniewski M., Orłowski W., Rzońca A., Socha J., Tymoczko D. (2008), *Giełda a rozwój – Raport przygotowany z okazji 15-lecia powstania Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych*, http://seg.org.pl/sites/seg13.message-asp.com/files/gielda_a_rozwoj_0.pdf [dostęp: 06.06.2015].
- Kalay A. (1982), *The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect*, „The Journal of Finance”, Vol. 37, No. 4, s. 1059–1070.
- Kang H., Cheng M., Gray S. J. (2007), *Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 15, No. 2, s. 194–207.
- Kang J.-K., Shivdasani A. (1995), *Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 38, s. 29–58.
- Kaplan S. N., Minton B. (2006), *How has CEO Turnover Changed? Increasingly Performance Sensitive Boards and Increasingly Uneasy CEOs*, NBER Working Paper No. 12465, <http://www.nber.org/papers/w12465.pdf> [dostęp: 18.04.2015]
- Kaplan S. N., Minton B. (2006), *How has CEO Turnover Changed?*, „International Review of Finance”, Vol. 12, No. 1, s. 57–87.
- Käpylä J., Kujansivu P., Lönnqvist A. (2013), *National intellectual capital performance: A strategic approach*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 13, No. 3, s. 343–362.
- Kasiewicz S., Rogowski W., Kiciński M., (2006), *Kapitał intelektualny: Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Każmierska-Jóźwiak B. (2013), *Wykup akcji własnych a wypłata dywidendy – na przykładzie wybranej grupy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Zarządzanie i Finanse”, vol. 11, nr 4 (4), s. 51–63.
- Keenan J., Aggestem M. (2001), *Corporate Governance and Intellectual Capital: Some Conceptualisation*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 9, No. 4, s. 259–275.
- Kester G., Mansor I. (1996), *Dividend policy in Malaysia: A comparative analysis*, „Malaysian Journal of Economic Studies”, Vol. 33, No. 1, s. 33–48.
- Kim Y. S., Mathur I. (2008), *The impact of geographic diversification on firm performance*, „International Review of Financial Analysis”, Vol. 17, No. 4, s. 747–766.
- Kimura F., Kiyota K. (2007), *Foreign-owned versus Domestically-owned Firms: Economic Performance in Japan*, „Review of Development Economics”, Vol. 11, No. 1, s. 31–48.
- Klein A. (1998), *Firm Performance and Board Committee Structure*, „Journal of Law and Economics”, Vol. 41, No. 1, s. 275–304.
- Klein A. (2003), *Likely Effects of Stock Exchange Governance Proposals and Sarbanes-Oxley on Corporate Boards and Financial Reporting*, „Accounting Horizons”, Vol. 17, No. 4, s. 343–355.
- Klein P., Shapiro D., Young J. (2005), *Corporate governance, family ownership and firm value: the Canadian evidence*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 13, No. 6, s. 769–784.
- Kleinberg J. M. (1999), *Authoritative sources in a hyperlinked environment*, „Journal of the ACM”, Vol. 46, No. 5, s. 604–632.
- Knežević Cvelbar L. (2007), *The relationships between supervisory board structure and CEO turnover: The empirical evidence of Slovenia*, „Nase Gospodarstvo”, Vol. 53, No. 5/6, s. 53–62.

- Kochhar R., David P. (1996), *Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses*, „Strategic Management Journal”, Vol. 17, No. 1, s. 73–84.
- Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r., DzU, nr 94
- Koerniadi H., Tourani-Rad A. (2012), *Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand*, „Australasian Accounting, Business and Finance Journal”, Vol. 6, No. 2, s. 3–18.
- Kole S. (1995), *Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 1, Nos. 3–4, s. 413–435.
- Koładkiewicz I. (2001), *Building of a Corporate Governance System in Poland: initial experiences*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 9, No. 3, s. 228–237.
- Koładkiewicz I. (2013), *Rady nadzorcze – dobre praktyki ładu korporacyjnego: Doświadczenia polskie i zagraniczne*, Poltext, Warszawa.
- Koładkiewicz I. (2002), *The Institutional Shareholder – Best Practice: the National Investments Funds’ experience*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 10, No. 3, s. 187–194.
- Komitet Dobrych Praktyk Forum – Corporate Governance, *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005*, http://www.ecgi.org/codes/documents/pol_best_practice_2005_final_pl.pdf [dostęp: 04.03.2015].
- Kornai J. (2000), *Ten years after ‘the road to a free market economy’: The author’s self-evaluation*, „Economy Systems”, Vol. 24, No. 4, s. 353–359.
- Kosnik R. D. (1987), *Greenmail: A study of board performance in corporate governance*, „Administrative Science Quarterly”, Vol. 32, No. 2, s. 163–185.
- Kowalewski O., Stetsyuk I., Talavera O. (2008), *Does corporate governance determine dividend payouts in Poland?*, „Post-Communist Economies”, Vol. 20, No. 2, s. 203–208.
- Kozarzewski P. (2007), *Corporate Governance in State-Controlled Enterprises in Poland*, Paper presented on Seventh International Conference on Enterprise in Transition, Split: 26–27 May 2007.
- Krivogorsky, V. (2006), *Ownership, board structure, and performance in continental Europe*, „The International Journal of Accounting”, Vol. 41, s. 176–197.
- Krishnan J. (2005), *Audit committee financial expertise and internal control: An empirical analysis*, „The Accounting Review”, Vol. 80, No. 2, s. 649–675.
- Krivogorsky V. (2006), *Ownership, board structure, and performance in continental Europe*, „International Journal of Accounting”, Vol. 41, s. 176–196.
- Krupski R. (2012), *Rozwój szkoły zasobów zarządzania strategicznego*, „Przegląd Organizacji”, nr 4, s. 3–6.
- Kulich C., Trojanowski G., Ryan M. K., Haslam S. A., Renneboog L. D. R. (2011), *Who gets the carrot and who gets the stick? Evidence of gender disparities in executive remuneration*, „Strategic Management Journal”, Vol. 32, No. 3, s. 301–321.
- Kumar P. (1988), *Shareholder-manager conflict and the information content of dividends*, „Review of Financial Studies”, Vol. 1, No. 2, s. 111–136.
- Laksamana I. (2008), *Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices*, „Contemporary Accounting Research”, Vol. 25, No. 4, s. 1147–1182.
- Lang L. H. P., Stulz R. M. (1994), *Tobin’s q, corporate diversification, and firm performance*, „Journal of Political Economy”, Vol. 106, No. 2, s. 1248–1280.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1998), *Corporate Ownership around the*

- World*, NBER Working Papers 6625, National Bureau of Economic Research.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2000), *Agency Problems and Dividend Policies Around the World*, „Journal of Finance”, Vol. 55, No. 1, s. 1–33.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1998), *Law and finance*, „Journal of Political Economy”, Vol. 106, No. 6, s. 1113–1155.
- Larrazza-Kintana M., Wiseman R. M., Gomez-Mejia L. R., Welbourne T. M. (2007), *Disentangling compensation and employment risk using the behavioral agency model*, „Strategic Management Journal”, Vol. 28, s. 1001–1019.
- Lasfer M. A. (2006), *The Interrelationship Between Managerial Ownership and Board Structure*, „Journal of Business and Accounting”, Vol. 33, Nos. 7–8, s. 1006–1033.
- Lau D., Murnighan J. (1998), *Demographic Diversity and Faultlines: The compositional dynamic of organizational groups*, „Academy of Management Review”, Vol. 23, No. 2, s. 325–340.
- Le V. T., Buck T. (2011), *State ownership and listed firm performance: a universally negative governance relationship?*, „Journal of Management and Governance”, Vol. 15, s. 227–248.
- Le V. T., Chizema A. (2011), *State Ownership and Firm Performance: Evidence from the Chinese Listed Firms*, „Organizations and Markets in Emerging Economies”, Vol. 2, No. 2, s. 72–90.
- Lee J. (2009), *Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms*, „International Journal of the Economics of Business”, Vol. 16, No. 2, s. 189–203.
- Lee K.-T., Hooy Ch.-W., Hooy G.-K. (2012), *The value impact of international and industrial diversifications on public-listed firms in Malaysia*, „Emerging Markets Review”, Vol. 13, s. 366–380.
- Lee S., Matsunaga S. R., Park Ch. W. (2012), *Management Forecast Accuracy and CEO Turnover*, „The Accounting Review”, Vol. 87, No. 6, s. 2095–2122.
- Lefort F., Urzúa F. (2008), *Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile*, „Strategic Management in Latin America”, Vol. 61, No. 6, s. 615–622.
- Lehn K. M., Zhao M. (2006), *CEO Turnover after Acquisitions: Are Bad Bidders Fired*, „The Journal of Finance”, Vol. 61, No. 4, s. 1759–1811.
- Leithner S., Zimmermann H. (1993), *Market value and aggregate dividends: A reappraisal of recent tests, and evidence from European markets*, „Swiss Journal of Economics and Statistics”, Vol. 129, s. 99–122.
- Lensink R., Naaborg I. (2007), *Does foreign ownership foster bank performance?*, „Applied Financial Economics”, Vol. 17, No. 11, s. 881–885.
- Letza S., Sun X., Kirkbride J. (2004), *Shareholding versus Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 12, No. 3, s. 242–262.
- Lev B. (2001), *Intangibles: Management, and Reporting*, Brookings Institution Press, Washington D.C.
- Lev B. (2000), *Knowledge and Shareholder Value*, Working Paper, New York University.
- Lev B., Zarowin P. (1999), *The boundaries of financial reporting and how to extend them*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 37, No. 2, s. 353–385.
- Lewellen W. G. (1971), *A pure financial rationale for conglomerate merger*, „Journal of Finance”, Vol. 26, No. 2, s. 521–537.
- Li J., Harrison J. R. (2008), *Corporate governance and national culture: a multi-country study*, „Corporate Governance: The International Journal of Business in Society”, Vol. 8, No. 5, s. 607–621.

- Liang Ch.-J., Chen T.-Y., Lin Y.-L. (2013), *How do different business models affect intellectual capital?*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 14, No. 2, s. 176–191.
- Liang Ch.-J., Huang T.-T., Lin W.-Ch. (2011), *Does ownership structure affect firm value? Intellectual capital across industries perspective*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 12, No. 4, s. 552–570.
- Lin C. Y.-Y., Edvinsson L. (2008), *National intellectual capital: comparison of the Nordic countries*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 9, No. 4, s. 525–545.
- Linck J. S., Netter J. M., Yang T. (2008), *The determinants of board structure*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 87, s. 308–328.
- Linck J. S., Netter J. M., Yang T. (2009), *The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors*, „Review of Financial Studies”, Vol. 22, No. 8, s. 3287–3328.
- Linck J. S., Netter J. M., Yang T. (2008), *The determinants of board structure*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 87, s. 308–328.
- Lins K. V., Servaes H. (2002), *Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?*, „Financial Management”, Vol. 31, No. 2, s. 5–31.
- Lintner J. (1963), *The determinants of corporate savings*, [w:] W. Heller (ed.), *Savings in the Modern Economy*, University of Minnesota Press, Minneapolis, s. 230–255.
- Lipton M., Lorsch J. (1992), *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, „Business Lawyer”, Vol. 48, s. 59–77.
- Lis K. A., Sterniczuk H. (2005), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Liu Y., Wei Z., Xie F. (2014), *Do women directors improve firm performance in China?*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 28, s. 169–184.
- Loderer C., Martin K. (1997), *Executive stock ownership and performance tracking faint traces*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 45, No. 2, s. 223–255.
- Loderer C., Peyer U. (2002), *Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices*, „European Financial Management”, Vol. 8, s. 165–192.
- Long J. E., Scott F. A. (1982), *The income tax and nonwage compensation*, „Review of Economics and Statistics”, Vol. 64, No. 2, s. 211–219.
- Lorsch J. W., MacIver E. (1989), *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston.
- Lynch R. (2000), *Corporate strategy*, Prentice Hall, Harlow.
- Mace M. L. (1971), *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston.
- Mallin Ch. A. (2009), *Corporate governance*, Oxford University Press, Oxford.
- McClelland P., O'Brien J. P. (2011), *Transaction cost economics and corporate governance: the case of CEO age and financial stake*, „Managerial and Decision Economics”, Vol. 32, No. 3, s. 141–158.
- McConnell J. J., McKeon S. B., Xu W. (2010), *Corporate Governance and Ownership Structure*, [w:] H. Baker, R. Anderson (eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, s. 303–322.
- Maditinos D., Chatzoudes D., Tsairidis Ch., Theriou G. (2011), *The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 12, No. 1, s. 132–151.
- Main B. G. M., Johnston J. (1993), *Remuneration Committees and Corporate Governance*, „Accounting and Business Research”, Vol. 23, s. 381–362.
- Majumdar S. K. (1996), *Assessing Comparative Efficiency of the State-Owned, Mixed, and Private Sectors in Indian Industry*, „Public Choice”, Vol. 96, s. 1–24.

- Mak, Y. T., Li, Y. (2001), *Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 7, No. 3, s. 235–256.
- Mallin Ch., Farag H. (2015), *Balancing the Board: Directors Skills and Diversity*, ICAS.
- Mangana M., Pike R. (2005), *The effect of audit committee shareholding, financial expertise and size on interim financial disclosures*, „Accounting and Business Research”, Vol. 35, No. 4, s. 327–349.
- Mangana M., Taurigana V. (2012), *Corporate boards, ownership structure and firm performance in an environment of severe political and economic crisis*, „British Journal of Management”, Vol. 23, Sus. S1, s. S23–S41.
- Mann S. (1989), *The dividend puzzle: A progress report*, „Quantitative Journal of Business and Economics”, Vol. 28, No. 3, s. 3–35.
- Marcinkowska M. (2002), *Wynagrodzenia członków zarządów korporacji amerykańskich*, „Przegląd Organizacji”, nr 1, s. 37–41.
- Marino A. M., Ząbojnik J. (2008), *Work-related perks, agency problems, and optimal incentive contracts*, „The RAND Journal of Economics”, Vol. 39, No. 2, s. 565–585.
- Markides C. (1995), *Diversification, restructuring, and economic performance*, „Strategic Management Journal”, Vol. 16, No. 2, s. 101–118.
- Matyjas Z. (2013), *Wzorce konkutowania przedsiębiorstw w sektorach – podejście dynamiczne*, Wyd. UŁ, Łódź.
- May D. O. (1995), *Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies*, „Journal of Finance”, Vol. 50, No. 4, s. 1291–1308.
- Mayer C. (1995), *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, s. 27–54.
- Megginson W. L., Netter J. M. (2001), *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, „Journal of Economic Literature”, Vol. 39, No. 2, s. 321–389.
- Mendez C. F., Garcia R. A. (2007), *The effects of ownership structure and board composition on the audit committee meeting frequency: Spanish evidence*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 15, No. 5, s. 909–922.
- Menon K., Williams J. D. (1994), *The Use of Audit Committees for Monitoring*, „Journal of Accounting and Public Policy”, Vol. 13, No. 2, s. 121–139.
- Mesjasz Cz. (2011), *Corporate governance systems and codes of good practices in Central Eastern Europe*, [w:] *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot, s. 129–156.
- Mesjasz Cz. (2008), *Koncepcje wartości przedsiębiorstwa w podstawowych teoriach władania korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. UŁ, Łódź, s. 13–33.
- Mesjasz Cz. (2006), *Nadzór, władanie, czy ład korporacyjny: problem nie tylko semantyczny*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wyd. UŁ, Łódź, s. 29–40.
- Michalak J. (2014), *Wpływ wprowadzenia MSSF 8 na przydatność sprawozdawczości segmentów na przykładzie największych spółek europejskich*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 80, s. 173–191.
- Miguel A., Pindado J., Torre Ch. (2004), *Ownership structure and firm value: New evidence from Spain*, „Strategic Management Journal”, Vol. 25, No. 12, s. 1199–1207.
- Miller M. H., Modigliani F. (1961), *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, „Journal of Business”, Vol. 31, s. 411–433.

- Miller T., Triana M. (2009), *Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity-Firm Performance Relationship*, „Journal of Management Studies”, Vol. 46, No. 5, s. 755–786.
- Milliken F. J., Martins L. L. (1996), *Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups*, „Academy of Management Review”, Vol. 21, No. 2, s. 402–433.
- Mintzberg H. (1983), *Power in and around organizations*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Morck R. Shleifer A. Vishny R. (1989), *Alternative mechanisms for corporate control*, „American Economic Review”, Vol. 79, No. 4, s. 842–852.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. (1988), *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 20, s. 293–315.
- Moscovici S., Zavalloni M. (1969), *The Group as a Polarizer of Attitudes*, „Journal of Personality and Social Psychology”, Vol. 12, s. 125–135.
- Muhammad N. M., Ismail M. K. A. (2009), *Intellectual capital efficiency and firms' performance: study on Malaysian financial sectors*, „International Journal of Economics and Finance”, Vol. 1, No. 2, s. 206–212.
- Murphy K. J. (1985), *Corporate Performance and Managerial Remuneration*, „Journal of Accounting & Economics”, Vol. 7, No. 1/2/3, s. 11–42.
- Murphy K. J. (1999), *Executive Compensation*, [w:] O. Ashenfelter, D. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics*, Elsevier, Amsterdam, s. 2485–2563.
- Murphy K. J. (2000), *Stock options for undiversified executives*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 33, No. 1, s. 3–42.
- Najid N., Rahman A. R. (2011), *Government Ownership and Performance of Malaysian Government-Linked Companies*, „International Research Journal of Finance and Economics”, Vol. 61, s. 42–56.
- Nekhili M., Gatfaoui H. (2012), *Are Demographic Attributes and Firm Characteristics Drivers of Gender Diversity? Investigating Women's Positions of French Boards of Directors*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 18, No. 2, s. 227–249.
- Nazari J. A., Herremans I. M., Isaac R. G., Manassian A. and Kline T. J. B. (2011), *Organizational culture, climate and IC: an interaction analysis*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 12, No. 2, s. 224–248.
- Nekhili M., Gatfaoui H. (2013), *Are Demographic Attributes and Firm Characteristics Drivers of Gender Diversity? Investigating Women's Positions on French Boards of Directors*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 118, No. 2, s. 227–249.
- Nguyen H., Faff R. ((2006/2007), *Impact of board size and board diversity on firm value: Australian evidence*, „Corporate Ownership and Control”, Vol. 4, No. 2, s. 24–32.
- Nielsen S., Huse M., (2010), *The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 18, No. 2, s. 136–148.
- Ntim C. G., Osei K. A. (2011), *The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa*, „African Review of Economic and Finance”, Vol. 2, No. 2, s. 83–103.
- Oehmichen J., Rapp M., Wolff M. (2012), *Women on German Management Boards: How ownership structure affects management board diversity*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft”, Vol. 82, s. 95–125.
- Oesterle M. J., Richta H. N., Fisch J. H. (2013), *The influence of ownership structure on internationalization*, „International Business Review”, Vol. 22, s. 187–201.

- Ofer A., Thakor A. (1987), *A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends*, „Journal of Finance”, Vol. 42, No. 2, s. 889–911.
- Ohlson J. (1995), *Earnings, book values and dividends in security valuation*, „Contemporary Accounting Research”, Vol. 11, No. 2, s. 661–687.
- Olson M. (1965), *The logic of collective action*, Harvard University Press, Cambridge.
- Oplustil K. (2010), *Instrumenty nadzoru korporacyjnego*, C. H. Beck, Warszawa.
- Oviatt B. (1988), *Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interest*, „Academy of Management Review”, Vol. 13, No. 2, s. 214–225.
- Oyvind B., Strom O. (2010), *Governance and Politics: Regulating Independence and Diversity in the Board Room*, „Journal of Business Finance and Accounting”, Vol. 37, No. 9–10, s. 1281–1308.
- Ozkan N. (2007), *Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies*, „Journal of Multinational Financial Management”, Vol. 17, s. 349–364.
- Pagano M., Volpin P. (2005), *The political economy of corporate governance*, „American Economic Review”, Vol. 95, No. 4, s. 1005–1030.
- Palich L. E., Cardinal L. B., Miller C. C. (2000), *Curvilinearity in the diversification-performance linkage: An examination of over three decades of research*, „Strategic Management Journal”, Vol. 21, No. 2, s. 155–174.
- Partington G. (1984), *Dividend policy and target payout ratios*, „Journal of Accounting and Finance”, Vol. 24, No. 2, s. 63–74.
- Pedersen T., Thomsen S. (1997), *European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study*, „Journal of International Business Studies”, Vol. 28, No. 4, s. 759–778.
- Persons J. (1994), *Renegotiation and the impossibility of optimal investment*, „Review of Financial Studies”, Vol. 7, No. 7, s. 419–449.
- Pfeffer J., Salancik G. (1978), *The external control of organizations: A resource dependency perspective*, Harper and Row, New York.
- Ping Z., Wing C. (2011), *Corporate Governance: A Summary Review on Different Theory Approaches*, „International Research Journal of Finance and Economics”, Vol. 68, s. 7–13.
- Popczyk W. (2013), *Przedsiębiorstwa rodzinne w otoczeniu globalnym. Analiza porównawcza ekspansji międzynarodowej firm rodzinnych i nierodzinnych z rynku NewConnect*, Wyd. UŁ, Łódź.
- Porter M. (1992), *Capital disadvantage: America's failing capital investment system*, „Harvard Business Review”, Vol. 70, No. 5, s. 65–82.
- Porter M. E. (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, New York.
- Puffer S. M., Weintrop J. B. (1991), *Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations*, „Administrative Science Quarterly”, Vol. 36, No. 1, s. 1–19.
- Pugliese A., Bezemer P.-J., Zattoni A., Huse M., Van den Bosch F. A. J., Volberda H. W. (2009), *Boards of Directors' Contribution to Strategy: A Literature Review and Research Agenda*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 17, No. 3, s. 292–306.
- Peña I. (2002), *Intellectual capital and business start-up success*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 3, No. 2, s. 180–198.
- Penrose E. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, John Wiley & Sons, New York.
- Perkins S. J., Hendry C. (2005), *Ordering Top Pay: Interpreting the Signals*, „Journal of Management Studies”, Vol. 42, No. 7, s. 1443–1468.

- Pettigrew A. (1992), *On Studying Managerial Elites*, „Strategic Management Journal”, Vol. 13, No. S2, s. 163–182.
- Pfeffer J. (1981), *Power in organizations*, Pitman, Marshfield, MA.
- Pincus K., Rusbarsky M., Wang J. (1989), *Voluntary Formation on Corporate Audit Committees among NASDAQ Firms*, „Journal of Accounting and Public Policy”, Vol. 8, No. 4, s. 239–265.
- Polskie Radio*, <http://www.polskieradio.pl/42/259/Artykul/972871,Poczatki-Gieldy-Warszawskiej-handel-pokatny-bez-kobiet-papierowe-akcje> [dostęp: 05.06.2015].
- Postuła I. (2015), *Problem agencji w relacji członkowie zarządu – Skarb Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, R. 13, nr 1, s. 199–219.
- Pucar S. (2012), *The influence of intellectual capital on export performance*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 13, No. 2, s. 248–261.
- Pulic A. (2000), *VAIC™ – an accounting tool for IC management*, „International Journal of Technology Management”, Vol. 20, Nos. 5–8, s. 702–714.
- Putnam R. D., (2007), *E Pluribus Unum: Heterogeneity and Community in the Twenty-First Century: The 2006 Johan Skytte Prize Lecture*, „Scandinavian Political Studies”, Vol. 30, s. 137–174.
- Radwan A. (2010), *Corporate governance w spółnicy – parytety również na parkiecie?*, „Przegląd Corporate Governance”, vol. 23, s. 15–22.
- Rajan R. G., Wulf J. (2006), *Are perks purely managerial excess?*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 79, No. 1, s. 1–33.
- Razak N. H. Ahmad R., Aliahmed H. J. (2008), *Government Ownership and Performance: An Analysis of listed companies in Malaysia*, „Corporate Ownership & Control”, Vol. 6, No. 2, s. 434–442.
- Reagans R., Zuckerman E. W. (2001), *Networks, Diversity, and Productivity: The Social Capital of Corporate R&D Teams*, „Organization Science”, Vol. 12, No.4, s. 502–517.
- Rediker K. J., Seth A. (1995), *Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms*, „Strategic Management Journal”, Vol. 16, No. 2, s. 85–99.
- Randøy T., Thomsen S., Oxelheim L. (2006), *A Nordic perspective on corporate board diversity*, Nordic Innovation Centre project, Agder University College, Norway. http://nordicinnovation.org/Global/_Publications/Reports/2006/The%20performance%20effects%20of%20board%20diversity%20in%20Nordic%20Firms, pdf [dostęp: 03.04.2015].
- Renders A., Gaeremynck A. (2012), *Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. No. 2, s. 125–143.
- Robinson J. (2006), *Dividend policy among publicly listed firms in Barbados*, „Journal of Eastern Caribbean Studies”, Vol. 31, No. 1, s. 1–36.
- Roe M. (2003), *Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact*, Oxford University Press, Oxford.
- Romanowski M. (2013), *Projekt dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów nie wykonawczych spółek giełdowych a suwerenność parlamentu narodowego. Wokół idei prawa prywatnego i zasady pomocniczości*, „Zeszyty Prawnicze Biura Analiz Sejmowych”, nr 37, s. 24–58.
- Rose C. (2007), *Can Institutional Investors Fix the Corporate Governance the Corporate Governance Problem? Some Danish Evidence*, „Journal of Management and Governance”, Vol. 11, No. 4, s. 405–428.
- Rose C. (2007), *Does female board representation influence firm performance? The Danish*

- evidence, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 15, No. 2, s. 404–413.
- Rosenstein S., Wyatt J. G. (2006), *Shareholder wealth effects when an officer of one corporation joins the board of directors of another company*, „Managerial Decision Economics”, Vol. 15, No. 4, s. 317–327.
- Rost K., Osterloh M. (2010), *Opening the Black Box of Upper Echelons: Drivers of Poor Information Processing During the Financial Crisis*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 18, No. 3, s. 212–233.
- Rozeff M. (1982), *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, „Journal of Financial Research”, Vol. 5, No. 3, s. 249–259.
- Rudolf S. (2011), *Kierunki ewolucji głównych systemów nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, nr 2/1, s. 167–183.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P. (2002), *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Ryan M. K., Haslam A. S. (2005), *The Glass Cliff: Evidence that Women are Over-Represented in Precarious Leadership Positions*, „British Journal of Management”, Vol. 16, No. 2, s. 81–90.
- Sabi M. (1996), *Comparative analysis of foreign and domestic bank operation in Hungary*, „Journal of Comparative Economics”, Vol. 22, No. 2, s. 179–188.
- Sahu T. N., Manna A. (2013), *Impact of Board Composition and Board Meeting on Firms' Performance: A Study of Selected Indian Companies*, „Vilakshan: The XIMB Journal of Management”, Vol. 10, No. 2, s. 99–112.
- Saleh N. M., Iskandar T. M., Rahmat M. M. (2007), *Audit Committee Characteristics and Earnings Management: Evidence from Malaysia*, „Asian Review of Accounting”, Vol. 15, No. 2, s. 147–163.
- Saleh N. M., Rahman M. R. Ch. A., Hassan M. S. (2009), *Ownership structure and intellectual capital performance in Malaysia*, „Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance”, No. 1, s. 1–29.
- Savas E. S. (1992), *Prywatyzacja: Klucz do lepszego rządu*, PWE, Warszawa.
- Sawicki K. (2009), *Nowa dyrektywa Unii Europejskiej i ustawa o auditingu oraz utworzeniu komitetów audytu w jednostkach zainteresowania publicznego*, *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania* Nr 16, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin, s. 59–70.
- Schooley D. K., Barney L. D. Jr. (1994), *Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs*, „The Journal of Financial Research”, Vol. 17, No. 3, s. 363–373.
- Sekuła P. (2003), *Polityka dywidend a zmiana wartości rynkowej spółek notowanych na GPW w Warszawie*, [w:] J. Jeżak (red.), *Rozwój teorii i praktyki zarządzania strategicznego: Doświadczenia krajowe i międzynarodowe*, Polsko-Amerykańskie Centrum Zarządzania przy Uniwersytecie Łódzkim, Łódź, s. 535–544.
- Shen W., Cannella A. A. Jr., (2002), *Power Dynamics Within Top Management and Their Impacts on CEO Dismissal Followed by Inside Succession*, „Academy of Management Journal”, Vol. 45, No. 6, s. 1195–1206.
- Shetty Y. K. (1978), *Managerial Power and Organizational Effectiveness: A Contingency Analysis*, „Journal of Management Studies”, Vol. 15, No. 2, s. 176–186.
- Short H., Keasey K. (1999), *Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 5, No. 1, s. 79–101.
- Short H., Zhang H., Keasey K. (2002), *The link between dividend policy and institutional ownership*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 8, s. 105–122.

- Shleifer A., Vishny R. W. (1997), *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance”, Vol. 52, No. 2, s. 737–783.
- Shiu H. J. (2006), *The Application of the Value Added Intellectual Coefficient to Measure Corporate Performance: Evidence from Technological Firms*, „International Journal of Management”, Vol. 23, No. 2, s. 356–365.
- Shleifer A., Vishny R. (1997), *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance”, Vol. 52, No. 2, s. 737–783.
- Siciliano J. I. (1996), *The relationship of board member diversity to organizational performance*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 15, No. 12, s. 1313–1320.
- Sierpińska M., Jachna T. (2004), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Simoneti M., Gregoric A. (2004), *Managerial ownership and corporate performance in Slovenian post-privatization period*, „The European Journal of Comparative Economics”, Vol. 1, No. 2, s. 217–241.
- Singh V., Vinnicombe S., Johnson P. (2001), *Women Directors on Top UK Boards*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 9, No. 3, s. 206–216.
- Smith C., Jr, Warner J. B. (1979), *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 7, No. 2, s. 117–161.
- Smith P. (2001), *Myths and Misconceptions*, „New Zealand Management”, Vol. 48, No. 8, s. 52–53.
- Socha J., *W 10 dni od menedżera do właściciela*, „Harvard Business Review”, <http://www.hbrp.pl/news.php?id=1032&t=w-10-dni-od-menedzera-do-wlasciciela> [dostęp: 22.09.2015].
- Sonnenfeld J. A. (2012), *What makes great boards*, „Harvard Business Review”, Vol. 80, No. 9, s. 106–113.
- Spence M. (1973), *Job market signaling*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 87, No. 3, s. 355–374.
- Steiner T. L. (1996), *A reexamination of the relationships between ownership structure, firm diversification, and Tobin's Q*, „Quarterly Journal of Business and Economics”, Vol. 35, No. 4, s. 39–48.
- Sundaramurthy Ch., Lewis M. (2003), *Control and Collaboration: Paradoxes of Governance*, „Academy of Management Review”, Vol. 28, No. 3, s. 397–415.
- Sundaramurthy Ch., Rhoades D. L., Rechner, P. L. (2005), *A Meta-analysis of the Effects of Executive and Institutional Ownership on Firm Performance*, „Journal of Managerial Issues”, Vol. 17, No. 4, s. 494–510.
- Swartz N. P., Firer S. (2005), *Board structure and intellectual capital performance in South Africa*, „Meditari Accountancy Research”, Vol. 13, No. 2, s. 145–166.
- Stahle P., Stahle S., Aho S. (2011), *Value added intellectual coefficient (VAIC): A critical analysis*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 12, No. 4, s. 531–551.
- Stewart T., *Intellectual Capital: the New Wealth of Organizations*, Currency/Doubleday, New York 1997.
- Subramaniam M., Youndt M. A. (2005), *The influence of intellectual capital on the types of innovative capabilities*, „Academy of Management Journal”, Vol. 48, No. 3, s. 450–463.
- Surmacz D. (2013), *„Na początku była Gildia”*, *Forbes*, <http://www.forbes.pl/historia-gpw-na-poczatku-byla-gildia,artykuly,155976,1,3.html> [dostęp: 10.06.2013].
- Swagerman D., Terpstra E. (2007), *Executive Compensation in the Netherlands*, „Problems and Perspectives in Management”, Vol. 5, No. 3, s. 181–197.
- Tamowicz P. (2011), *Corporate governance in Poland*, [w:] Ch. A. Mallin (ed.), *Handbook on International Corporate Governance*, Edward Elgar, Cheltenham.

- Tamowicz P., Dzierżanowski M. (2001), *Właśność i kontrola polskich korporacji*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 2, s. 31–45.
- Tang H. I. (2013), *CEO turnover and shareholder wealth: Evidence from CEO power in Taiwan*, „Journal of Business Research”, Vol. 66, s. 2466–2472.
- Terjesen S., Singh V. (2008), *Female Presence on Corporate Boards: A Multi-Country Study of Environmental Context*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 83, No. 1, s. 55–63.
- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992), *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee and Co. Ltd.
- Thomas R. S., Martin K. J. (2000), *The Determinants of Shareholder Voting on Stock Option Plans*, „Wake Forest Law Review”, Vol. 35, s. 31–74.
- Thomsen S., Pedersen T. (2000), *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, „Strategic Management Journal”, Vol. 21, No. 6, s. 689–705.
- Thomsen S., Pedersen T., Kvist H. K. (2006), *Blockholder ownership: Effect on firm value in market and control based governance systems*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 12, No. 2, s. 246–269.
- Tilba A., McNulty T. (2013), *Engaged versus Disengaged Ownership: The Case of Pension Funds in the UK*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 21, No. 2, s. 165–182.
- Tonello M. (2010), *Board Composition and Organization Issues*, [w:] H. K. Baker, R. Anderson (eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Torchia M., Calabró A., Huse M. (2011), *Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 102, No. 2, s. 299–317.
- Tricker B. (2009), *Corporate governance: Principles, Policies, and Practices*, Oxford University Press, Oxford.
- Trompenaars F., Hampden-Turner Ch. (2002), *Siedem wymiarów kultury*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- Truong T., Heaney R. (2007), *Largest shareholder and dividend policy around the world*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, Vol. 47, s. 667–687.
- Urbanek G., (2008), *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Urbanek G., Bohdanowicz L. (2011), *Efektywność kapitału intelektualnego a rynkowa wycena polskich spółek publicznych*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 4/6/2011, Sopot, s. 169–179.
- Urbanek G., Bohdanowicz L. (2012), *Krytyczna analiza współczynnika intelektualnej wartości dodanej*, „Przegląd Organizacji”, nr 11, s. 10–14.
- Urbanek P. (2010), *Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów*, [w:] P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź.
- Urbanek P. (2010), *Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa”, nr 1–2, s. 19–34.
- Urbanek P. (2006), *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź.
- Useem M. (1978), *The Social Organization of the American Business Elite and Participation of Corporation in the Governance Directors of American Institutions*, „American Sociological Review”, Vol. 44, s. 553–572.
- Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym, Dz. U. 2009, nr 77, poz. 649.
- Vafeas N. (1999), *Board meeting frequency and firm performance*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 53, s. 113–142.

- Vafeas N. (2000), *The Determinants of Compensation Committee Membership*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 8, No. 4, s. 356–366.
- Van Ees H., Gabrielsson J., Huse M. (2009), *Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 17, No. 3, s. 307–319.
- Van der Walt N., Ingley C. (2003), *Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 11, No. 3, s. 218–234.
- Vintila G., Gherghina S. C. (2012), *An Empirical Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics and Listed Companies Performance*, „International Business Research”, Vol. 5, No. 10, s. 175–191.
- Volpin P. F. (2002), *Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 64, No. 1, s. 61–90.
- Von Lilienfeld U., Ruenzi S. (2014), *CEO Ownership, Stock Market Performance, and Managerial Discretion*, „The Journal of Finance”, Vol. 69, No. 3, s. 1013–1015.
- Wallach M., Kogan N. (1965), *The Roles of Information, Discussion, and Consensus in Group Risk Taking*, „Journal of Experimental Psychology”, Vol. 1, s. 1–19.
- Wang J., Coffey B. S. (1992), *Board composition and corporate philanthropy*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 11, No. 10, s. 771–778.
- Wang X., Manry D., Wandler S. (2011), *The impact of government ownership on dividend policy in China*, „Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting”, Vol. 27, s. 366–372.
- Warrad L., Almahamid S. M., Slihat N., Alnimer M. (2013), *The Relationship between Ownership Concentration and Company Performance: A case of Jordanian non-financial listed companies*, „Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business”, Vol. 4, No. 9, s. 17–39.
- Watson E., Kumar K., Michaelson L. (1993), *Cultural Diversity's Impact on Interaction Process and Performance: Comparing Homogenous and Diverse Task Groups*, „Academy of Management Journal”, Vol. 36, No. 3, s. 590–602.
- Webb R., Beck M., McKinnon R. (2003), *Problems and limitations of institutional investor participation in corporate governance*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 11, No. 1, s. 65–73.
- Wedel J. (2000), *Collusion and collusion: The strange case of the Eastern aid to the Eastern Europe 1989–1998*, Palgrave, New York.
- Wei G., Xiao J. Z. (2009), *Equity Ownership segregation, shareholder preferences, and dividend policy in China*, „The British Accounting Review”, Vol. 41, s. 169–183.
- Weimer J., Pape J. C. (1999), *A taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 7, No. 2, s. 152–166.
- Weir Ch., Laing D., McKnight P. J. (2003), *Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies*, „Journal of Business Finance & Accounting”, Vol. 29, Nos. 5–6, s. 579–611.
- Weisbach M. S. (1995), *CEO turnover and the firm's investment decisions*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 37, No. 2, s. 159–188.
- Whitley R. (1999), *Divergent capitalism the social structuring and change of business systems*, Oxford University Press, Oxford.
- Winter S., Michels P. (2012), *The managerial power approach – A tautology revisited*, <http://ssrn.com/abstract=2179036> [dostęp: 1.11.2012].
- Wellalage N. H., Locke S. (2013), *Women on boards, firm financial performance and agency costs*, „Asian Journal of Business Ethics”, Vol. 2, No. 2, s. 113–127.

- Westphal J. D., Milton L. P. (2000), *How Experience and Network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards*, „Administrative Science Quarterly”, Vol. 45, s. 366–398.
- Williams R. J. (2003), *Women on corporate boards of directors and their influence on corporate philanthropy*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 42, No. 1, s. 1–10.
- Williamson O. E. (1988), *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, PWE, Warszawa.
- Wong S. C. Y. (2004), *Improving Corporate Governance in SOEs: An Integrated Approach*, „Corporate Governance International”, Vol. 7, No. 2, s. 5–15.
- Wright P., Kroll M., Krug J. A., Pettus M. (2007), *Influences of top management team incentives on firm risk taking*, „Strategic Management Journal”, Vol. 28, s. 81–89.
- Yermack D. (1996), *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 40, s. 185–211.
- Wrześniński M. (2000), *Fuzje i przejęcia: wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO); Uwarunkowania rozwoju w Polsce*, K. E. Liber, Warszawa.
- Yermack D. (2006), *Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 80, No. 1, s. 211–242.
- Yoshimori M. (2005), *Does Corporate Governance Matter: Why the Corporate Performance of Toyota and Canon is Superior to GM and Xerox*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 13, No. 3, s. 447–457.
- Young Ch.-S., Tsai L.-Ch., Hsieh P.-G. (2008), *Voluntary Appointment of Independent Directors in Taiwan: Motives and Consequences*, „Journal of Business Finance & Accounting”, Vol. 35, No. 9&10, s. 1103–1137.
- Zahra S. A., Pearce J. A. II (1989), *Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model*, „Journal of Management”, Vol. 15, No. 2, s. 291–334.
- Zald M. N. (1969), *The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis*, „American Journal of Sociology”, Vol. 74, s. 97–111.
- Zalega K. (2002), *Tunelowanie, czyli transfer aktywów i zysków z korporacji*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 3, s. 77–83.
- Zander A. (1979), *The psychology of group processes*, „Annual Review of Psychology”, Vol. 30, s. 417–451.
- Zanjirdar M., Kabirbalajadeh A. (2011), *Examining Relationship between Ownership Structure and Performance of Intellectual Capital in the Stock Market of Iran*, „Indian Journal of Science and Technology”, Vol. 4, No. 10, s. 1369–1377.
- Zawisza M. (2005), *„Czym sfinansować wykup menedżerski”*, Puls Biznesu, http://www.avallon.pl/aktualnosci/2005_2, pdf [dostęp: 22.09.2015].
- Zeghal D., Maaloul A. (2010), *Analysing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 11, No. 1, s. 39–60.
- Zhang H. (2008), *Corporate governance and dividend policy: A comparison of Chinese firms listed in Hong Kong and in the Mainland*, „China Economic Review”, Vol. 19, No. 3, s. 437–459.
- Zhou X. (2001), *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: Comment*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 62, s. 559–571.
- Zona F., Zattoni A., Minichilli A. (2013), *A Contingency Model of Boards of Directors and Firm Innovation: The Moderating Role of Firm Size*, „British Journal of Management”, Vol. 24, s. 299–315.

ZAŁĄCZNIKI

Załącznik 1. Definicje zmiennych wykorzystanych w analizie regresji

Zmienna	Definicja	Zastosowanie (rozdział)
Zmienne opisujące strukturę własnościowe		
Własność menedżerska	Własność menedżerska jest mierzona jako procentowy udział członków zarządu w strukturze własnościowej (Himmelberg, Hubbard i Palia, 1999). Polskie prawo wymaga, aby w raportach okresowych ujawniali oni swój bezpośredni i pośredni udział. Nie wymaga jednak tego samego od innych członków najwyższego kierownictwa, którzy nie są członkami zarządu. Członkowie najwyższego kierownictwa niebędący członkami zarządu mają obowiązek ujawniania stanu swojego posiadania jedynie, gdy przekroczą 5% próg własności w spółce. Dlatego nie uwzględniono ich przy kalkulacji tej zmiennej. Takie samo podejście zaproponowali Lasfer (2006) oraz Short i Keasey (1999). Podsumowując, ta zmienna jest mierzona jako bezpośredni i pośredni udział (wyrażony w ułamku dziesiętnym) we własności spółki wszystkich członków zarządu i jako jedyna ze zmiennych opisujących strukturę własnościowe uwzględnia całkowity stan posiadania, a nie tylko bloki akcji większe niż 5%.	VI.6.2, VI.6.3, VI.6.4, VI.6.5, VI.6.6, VI.6.7, VI.6.8, VI.6.9, VI.6.10, VI.6.11, VI.6.12, VI.6.13
Własność inwestorów instytucjonalnych	Własność inwestorów instytucjonalnych jest mierzona jako procentowy udział finansowych inwestorów instytucjonalnych (tj. banków, firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, funduszy <i>venture capital</i> itd.) w strukturach własnościowych wyrażony w ułamku dziesiętnym. Ze względu na obowiązki publikacyjne, do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano jedynie bloki akcji, które były większe niż 5%.	VI.6.2, VI.6.3, VI.6.5, VI.6.7, VI.6.8, VI.6.9, VI.6.10, VI.6.12, VI.6.13
Własność państwa 1	Własność państwa 1 jest mierzona jako procentowy (bezpśredni i pośredni) udział Skarbu Państwa w strukturach własnościowych (z wyłączeniem własności poprzez inwestorów finansowych) wyrażony w ułamku dziesiętnym. Ze względu na obowiązki publikacyjne, do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano jedynie bloki akcji, które były większe niż 5%.	VI.6.2, VI.6.3, VI.6.7, VI.6.8, VI.6.9, VI.6.12, VI.6.13

Własność państwa 2	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy ostatecznym właścicielem spółki jest państwo (Skarb Państwa). Tak samo zmienna ta była mierzona przez M. Conyona i L. He (2011).	VI.6.11
Własność zagranicznych inwestorów	Własność zagranicznych inwestorów jest mierzona jako procentowy (bezpśredni i pośredni) udział tych inwestorów w strukturach własnościowych wyrażony w ułamku dziesiętnym. W obliczaniu tej zmiennej nie brano pod uwagę inwestorów instytucjonalnych (finansowych), a tylko zagraniczną własność korporacyjną i własność zagranicznych osób fizycznych. Ze względu na obowiązki publikacyjne, do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano jedynie bloki akcji, które były większe niż 5%.	VI.6.7, VI.6.9, VI.6.13
Zmienne opisujące rady nadzorcze		
Liczebność rady nadzorczej	W modelu jednopoziomowym zmienna ta była obliczana jako całkowita liczba członków rad (Florackis i Ozkan, 2009; Yermack, 1996). W niniejszym badaniu, prowadzonym w modelu dwupoziomowym, zastosowano osobne zmienne dla obu organów statutowych i stąd zmienna ta była obliczana jako całkowita liczba członków rady nadzorczej.	VI.6.2, VI.6.3, VI.6.4, VI.6.5, VI.6.6, VI.6.7, VI.6.8, VI.6.9, VI.6.10, VI.6.11
Aktywność rady nadzorczej	Jako zmienną służącą do oceny aktywności rad nadzorczych wykorzystano liczbę posiedzeń tych organów statutowych. Taka sama zmienna była wykorzystana w badaniach N. Vafeasa (1999) oraz I. Bricka i N. Chidambarana (2010). Podobnie do tych badań, również w badaniach przedstawionych w niniejszej książce jako posiedzenia rad nie liczono listownego podejmowania uchwał, a także telekonferencji i wideokonferencji, przyjmując za tamtymi badaniami, że trudniej podjąć krytyczną dyskusję, gdy zastosowane są te środki.	VI.6.4, VI.6.5, VI.6.6, VI.6.10, VI.6.11
Różnorodność rady nadzorczej 1	Zmienną symptomatyczną 1 służącą do opisywania różnorodności rad nadzorczych była zmienna opisująca tę różnorodność pod względem płci, a mierzona jako udział kobiet w liczebności rad nadzorczych.	VI.6.3, VI.6.4, VI.6.6, VI.6.8, VI.6.10, VI.6.11

Różnorodność rady nadzorczej 2	<p>Zmienną symptomatyczną 2 służącą do opisywania różnorodności rad nadzorczych była zmienna opisująca tę różnorodność pod względem płci jako indeks Blaua. Do obliczania go używa się formuły:</p> $BI = 1 - \sum_{i=1}^n P_i^2$ <p>gdzie: P_i opisuje proporcję udziału członków organów statutowych z określonej kategorii (wyróżoną w ułamkach dziesiętnych), a n określa liczbę kategorii. W przypadku opisywanych w niniejszej pracy badań były dwie kategorie – kobiety i mężczyźni. Wartości indeksu Blaua mieszczą się w przedziale od 0 do 0,5. Indeks przyjmuje najwyższą wartość, gdy liczba kobiet i mężczyzn jest jednakowa.</p>	VI.6.5
Liczba kobiet w radzie nadzorczej	Zmienna opisująca liczbę kobiet w składzie rady nadzorczej	VI.6.7
Liczba komitetów rady nadzorczej	Zmienna przedstawia sumę komitetów wyodrębnionych z rady nadzorczej.	VI.6.6
Powołanie komitetu do spraw audytu	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy rada nadzorcza wyodrębniła komitet do spraw audytu, i 0, gdy go nie wyodrębniono.	VI.6.10
Powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy rada nadzorcza wyodrębniła komitet do spraw wynagrodzeń i 0, gdy go nie wyodrębniono.	VI.6.10, VI.6.11
Zapis na temat niezależności w statucie spółki	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy w statucie spółki znajduje się zapis na temat powoływania niezależnych członków rady nadzorczej, i wartość 0, gdy takiego zapisu nie ma.	VI.6.9
Ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy w raporcie rocznym ujawniono informację, kto jest niezależnym członkiem rady nadzorczej, oraz wartość 0, gdy takiej informacji nie ujawniono.	VI.6.9
Liczebność zarządu	Zmienne opisujące zarządy	VI.6.2, VI.6.3, VI.6.4, VI.6.5, VI.6.6, VI.6.7, VI.6.8, VI.6.11

Różnorodność zarządu 1	Zmienna ta była mierzona w ten sam sposób jak zmienna różnorodność rady nadzorczej 1.	VI.6.3, VI.6.8, VI.6.11
Różnorodność zarządu 2	Zmienna ta była mierzona w ten sam sposób jak zmienna różnorodność rady nadzorczej 2.	VI.6.5
Liczba kobiet w zarządzie	Zmienna opisująca liczbę kobiet w składzie zarządu.	VI.6.7
Rotacje na stanowisku prezesa zarządu	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy na stanowisku prezesa spółki w ciągu roku nastąpiła zmiana, i wartość 0, gdy takiej zmiany nie było.	VI.6.5
Zmiany w zarządzie	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy w ciągu roku zmienił się skład zarządu, i 0, gdy się nie zmienił.	VI.6.11
Wiek prezesa spółki	Wiek prezesów spółek.	VI.6.5
Liczba lat sprawowania funkcji przez prezesa	Liczba lat sprawowania funkcji przez prezesa.	VI.6.5
Wynagrodzenie członków zarządu	Ta zmienna jest mierzona jako suma wynagrodzeń pieniężnych wypłaconych wszystkim członkom zarządu w ciągu roku kalendarzowego. Obejmuje ona zarówno płace, jak i premie. Taki sam pomiar wynagrodzenia był zastosowany w wielu badaniach światowych (np. Chen, Liu i Li, 2010; Conyon i He, 2011). W analizach regresji zastosowano logarytm naturalny wynagrodzenia.	VI.6.10, VI.6.11
Wdrażanie programu motywacyjnego oparte na kapitale	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmowała wartość 1, gdy spółka w danym roku wdrażała (tj. rozpoczęła lub była w trakcie wdrażania) program motywacyjny dla członków zarządu oparty na kapitale.	VI.6.12
Zmienne opisujące wyniki spółek		
Wskaźnik Q Tobina	Wskaźnik Q Tobina był mierzony w wartości przybliżonej, jako relacja całkowitej wartości rynkowej spółki (rynkowa wartość akcji plus księgową wartość zobowiązań) podzielone przez aktywa razem (Brick i Chidambaran, 2010; Del Brio, Maia-Ramires i Perote, 2006).	VI.6.3, VI.6.5, VI.6.7, VI.6.8, VI.6.10, VI.6.11
Rentowność aktywów (ROA)	Wskaźnik został obliczany jako relacja zysku netto do aktywów razem.	VI.6.3, VI.6.5, VI.6.6, VI.6.9, VI.6.10, VI.6.11, VI.6.12, VI.6.13

Współczynnik intelektualnej wartości dodanej (VAIC)	Oblicza się go według formuły: $VAIC^{TM} = HCE + SCE + CEE$ gdzie: HCE – efektywność kapitału ludzkiego, SCE – efektywność kapitału strukturalnego, CEE – efektywność kapitału zaangażowanego.	VI.6.4
Efektywność kapitału ludzkiego (HCE)	Oblicza się ją według formuły: $HCE = VA/HC$ gdzie: HC – koszty pracownicze, VA – wartość dodana obliczona za pomocą formuły $VA = OP + HC + D + A$, OP – zysk operacyjny, D + A – amortyzacja i deprecjacja	VI.6.4
Efektywność kapitału strukturalnego (SCE)	Oblicza się ją według formuły: $SCE = SC/VA$ gdzie: SC – kapitał strukturalny obliczony według formuły $SC = VA - HC$, VA – wartość dodana	VI.6.4
Efektywność kapitału zaangażowanego (CEE)	Oblicza się ją według formuły: $CEE = VA/CE$ gdzie: CE – kapitał zaangażowany (aktywa netto), VA – wartość dodana	VI.6.4
Efektywność kapitału intelektualnego (ICE)	Oblicza się ją według formuły: $ICE = HCE + SCE$ gdzie: HCE – efektywność kapitału ludzkiego, SCE – efektywność kapitału strukturalnego	VI.6.4
Pozostałe zmienne		
Wielkość spółki	Wielkość spółki mierzona wartością aktywów razem na koniec roku bilansowego. W analizach regresji, podobnie jak w wielu wcześniejszych badaniach, zastosowano logarytm naturalny z tej sumy (Kang, Cheng i Grey, 2003; Kochhar i David, 1996).	VI.6.2, VI.6.3, VI.6.4, VI.6.5, VI.6.6, VI.6.7, VI.6.8, VI.6.9, VI.6.10, VI.6.11, VI.6.12, VI.6.13
Zadłużenie spółki	Zadłużenie spółki jest kontrolowane za pomocą wskaźnika zadłużenia mierzonego jako zobowiązania razem do sumy bilansowej (Crespi-Cladera i Gispert, 2003).	VI.6.2, VI.6.3, VI.6.4, VI.6.5, VI.6.6, VI.6.7, VI.6.12, VI.6.8, VI.6.9, VI.6.10, VI.6.11, VI.6.13
Debiut giełdowy	Liczba lat, jaka upłynęła od debiutu giełdowego.	VI.6.7, VI.6.8, VI.6.13

Wypłata dywidend	Zmienna zero-jedynkowa, która przyjmuje wartość 1, jeśli spółka wypłacała w danym roku dywidendy, i 0 w przeciwnym przypadku.	VI.6.13
Sektor	Zmienna sektor była zmienną zero-jedynkową i przyjmowała wartość 1, jeżeli spółka była spółką przemysłową, i 0, jeśli spółka była spółką handlową lub usługową (Alfaraih, Alanezi i Al-mujamed, 2012; Kowalewski, Stetsyuk i Talavera, 2008). Z badań wykluczono spółki z sektorów finansowych (w tym banki i fundusze inwestycyjne) ze względu na specyfikę działalności i inną strukturę sprawozdań finansowych (Firth, Fung i Rui, 2007).	VI.6.3, VI.6.5, VI.6.7, VI.6.8, VI.6.10, VI.6.11
Działalność eksportowa	Udział sprzedaczy eksportowej w sprzedaży na rzecz zewnętrznych klientów wyrażony w ułamkach dziesiętnych.	VI.6.2

Załącznik 2. Lista spółek uwzględnionych w próbie badawczej

Spółka	Okres	Indeks (2013)
4Fun Media SA	2010–2013	
AB SA	2008–2013	sWIG80
ABC Data SA	2010–2013	sWIG80
ABM Solid SA	2008–2013	
AC SA	2011–2013	
Action SA	2008–2013	sWIG80
Advadis SA	2008–2013	
Agora SA	2008–2013	mWIG40
Alchemia SA	2008–2013	
Alma Market SA	2008–2013	
Alta SA (dawniej TUP SA)	2008–2013	
Alterco SA	2009–2013	
Ambra SA	2008–2013	
Amica Wronki SA	2008–2013	sWIG80
Ampli SA	2008–2013	
Aparator SA	2008–2013	mWIG40
Aplisens SA	2009–2013	
Arctic Paper SA	2009–2013	
Arcus SA	2008–2013	
Armatura SA	2008–2012	
Arteria SA	2008–2013	
Artman SA	2008	
Asseco Business Solution SA	2008–2013	sWIG80
Asseco Poland SA	2008–2013	WIG30
Asseco South Eastern Europe SA	2009–2013	
Atende SA	2012–2013	
Atlanta Poland SA	2008–2013	
Atlantis SA	2008–2013	
ATM SA	2008–2013	sWIG80
ATM Grupa SA	2008–2013	
Atrem SA	2008–2012	
Awbud SA (dawniej Instal SA)	2008–2013	
Grupa Azoty SA (dawniej Azoty Tarnów SA)	2008–2013	WIG30, mWIG40
B3System SA	2008–2013	
Bakalland SA	2008–2013	
Bankier.pl SA	2008–2009	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Barlinek SA	2008–2012	
Beef-San SA	2008–2009	
Benefit System SA	2010–2013	sWIG80
Berling SA	2010–2013	
Betacom SA	2008–2013	
Elektrociepłownia Będzin SA	2008–2013	
Bioton SA	2008–2013	
Bipromet SA	2008–2013	
Lubelski Węgiel Bogdanka SA	2009–2013	WIG30
Bomi SA	2008–2012	
Boryszew SA	2008–2013	WIG30, mWIG40
Bowim SA	2012–2013	
BSC Drukarnia Opakowań	2011–2013	
Budimex SA	2008–2013	mWIG40
Budopol-Wrocław SA	2008–2013	
Budvar Centrum SA	2008–2013	
Bumech SA	2009–2013	
Bytom SA	2008–2013	
Cam Media SA	2008–2013	
Cash Flow SA	2008–2013	
CCC SA	2008–2013	WIG30, mWIG40
CD Projekt SA (dawniej CD Projekt RED SA)	2011–2013	mWIG40
Celtic Property Developments SA	2010–2013	
Centrum Klimy SA	2009–2011	
CFI Holding SA	2009–2013	
Chemoservis-Dwory SA	2008–2013	
CI Games SA (dawniej City Interactive SA)	2008–2013	sWIG80
Ciech SA	2008–2013	mWIG40
Centrum Nowoczesnych Technologii SA	2013	
Cognor SA (dawniej Centrostal SA)	2008–2013	
Colian SA (dawniej Jutrzenka SA)	2008–2013	sWIG80
Comarch SA	2008–2013	sWIG80
Comp SA	2008–2013	sWIG80
Complex SA	2008–2013	
PZ Cormay SA	2008–2013	sWIG80
Cyfrowy Polsat SA	2008–2013	WIG30, mWIG40
Czerwona Torebka SA	2012–2013	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Decora SA	2008–2013	
Delko SA	2009–2013	
Firma Oponiarska Dębica SA	2008–2013	sWIG80
DGA SA	2008–2013	
Dom Development SA	2008–2013	sWIG80
AD. Drągowski SA	2008–2013	
Drewex SA	2008–2013	
Drop SA	2008–2013	
Drozapol-Profil SA	2008–2013	
Dolnośląskie Surowce Skalne SA	2010–2013	
Polski Koncern Mięсны Duda SA	2008–2013	sWIG80
Grupa Duon SA (dawniej CP Energia SA)	2008–2013	
Ecard SA	2008–2013	
Echo Investment SA	2008–2013	mWIG40
Korporacja Gospodarcza Efekt SA	2008–2013	
Europejski Fundusz Hipoteczny SA	2008–2013	
EKO Export SA	2010–2013	sWIG80
EKO Holding SA	2010–2011	
Elektrobudowa SA	2008–2013	sWIG80
Elektrotim SA	2008–2013	
Elkop SA	2008–2013	
Elstar Oils SA	2008–2010	
Zakład Urządzeń Komputerowych Elzab SA	2008–2013	
EMC Instytut Medyczny SA	2008–2013	
Empik Media & Fashion SA	2008–2013	sWIG80
Emperia Holding SA	2008–2013	mWIG40
Enea SA	2008–2013	WIG30, mWIG40
Centrum Medyczne Enel-Med. SA	2011–2013	
Energa SA	2013	
Energoaparatura SA	2008–2013	
Energoinstal SA	2008–2013	
Energomontaż Południe SA	2008–2012	
Energomontaż Północ SA	2008–2009	
Energopol Południe SA	2008–2012	
Erbud SA	2008–2013	
ERG SA	2008–2013	
Ergis SA	2008–2013	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
ES-System SA	2008–2013	
Europejskie Centrum Odszkodowań SA	2010–2013	
Eurocash SA	2008–2013	WIG30
Euroimplant SA	2010–2013	
Euromark SA	2008–2012	
Eurotel SA	2008–2013	
FAM Grupa Kapitałowa SA	2008–2013	
Famur SA	2008–2013	mWIG40
Farmacol SA	2008–2013	sWIG80
Fabryka Sprzętu i Narzędzi Górniczych Grupa Kapitałowa Fasing SA	2008–2013	
Ferro SA	2010–2013	
Ferrum SA	2008–2013	
FON SA	2008–2013	
Fabryka Mebli Forte SA	2008–2013	sWIG80
Fota SA	2008–2013	
Gant SA	2008–2013	sWIG80
Gino Rossi SA	2008–2013	
Global Cosmed SA	2013	
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA	2010–2013	mWIG40
Graal SA	2008–2013	
Pfleiderer Grajewo SA	2008–2013	sWIG80
Green Eco Technology SA (dawniej Anti SA)	2009–2012	
Gremi Media SA	2008–2013	
Groclin SA	2008–2013	sWIG80
Polskie Jadło SA	2008–2012	
Grupa Nokaut SA	2012–2013	
Globe Trade Center SA	2008–2013	WIG30
Harper Hygenics SA	2010–2013	
Hawe SA	2008–2013	mWIG40
Hydrobudowa Polska SA	2008–2011	
Helio SA	2008–2013	
Zakłady Mięsne Henryk Kania SA	2011–2013	
Herkules SA (dawniej Gastel Żurawie SA)	2008–2013	
Zakłady Mięsne Herman SA	2008–2013	
HTL-Strefa SA	2008–2010	
Hutmen SA	2008–2009	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Przedsiębiorstwo Hydrauliki Siłowej Hydrotor SA	2008–2013	
Hygienika SA	2008–2013	sWIG80
Hyperion SA	2008–2013	
Invar & Biuro System SA	2008–2013	
Ideon SA (dawniej Centrozap SA)	2008–2009	
Grupa Kapitałowa Immobile SA (dawniej Makrum SA)	2008–2013	
Impel SA	2008–2013	sWIG80
Impexmetal SA	2008–2013	sWIG80
INC SA (dawniej Inwest Consulting SA)	2008–2013	
Indykpol SA	2008–2013	
Infovide-Matrix SA	2008–2013	
Inpro SA	2011–2013	
Instal Kraków SA	2008–2013	
Integer.pl SA	2008–2013	mWIG40
Inter Cars SA	2008–2013	mWIG40
Interbud-Lublin SA	2010–2013	
Interferie SA	2008–2013	
Internet Group SA	2008–2012	
Intersport Polska SA	2008–2013	
Introl SA	2008–2013	
Huta Szkła Irena SA	2008–2009	
IZNS-Itawa SA	2008–2010	
Izolacja-Jarocin SA	2008–2013	
Izostal SA	2011–2013	
Jago SA	2008–2011	
JHM Development SA	2011–2013	
Jastrzębska Spółka Węglowa SA	2011–2013	WIG30
J.W. Construction Holding SA	2008–2013	sWIG80
K2 Internet SA	2008–2013	
NKT Cables SA	2008–2009	
Karen Notebook SA	2008–2009	
Korporacja Budowlana Dom SA	2008–2013	
KCI SA	2010–2013	
Grupa Kęty SA	2008–2013	mWIG40
KGHM Polska Miedź SA	2008–2013	WIG30
Kino Polska TV SA	2011–2013	sWIG80
Kofola SA (dawniej Hoop SA)	2008–2013	sWIG80

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich Kogeneracja SA	2008–2013	sWIG80
Kolastyna SA	2008–2009	
Przedsiębiorstwo Produkcyjno Handlowe Kompap SA	2008–2013	
Komputronik SA	2008–2013	
Konsorcjum Stali SA	2008–2013	
Kopex SA	2008–2013	sWIG80
Koszalińskie Przedsiębiorstwo Przemysłu Drzewnego SA	2008–2013	
Krakchemia SA	2008–2013	
Kredyt Inkaso SA	2008–2013	sWIG80
Krośnieńskie Huty Szkła Krosno SA	2008	
Kruk SA	2011–2013	mWIG40
Zakłady Tłuszczowe Kruszwica SA	2008–2013	
Krynicki Recykling SA	2010–2013	
LC Corp SA	2008–2013	sWIG80
Lena Lighting SA	2008–2013	
Lentex SA	2008–2013	sWIG80
Libet SA	2011–2013	
Grupa Lotos SA	2008–2013	WIG30
LPP SA	2008–2013	WIG30, mWIG40
LSI Software SA	2008–2013	
Lubawa SA	2008–2013	sWIG80
Lubelskie Zakłady Przemysłu Skórzanego Protektor SA	2008–2013	
M.W. Trade SA	2008–2013	
Mabion SA	2013	
Macrologic SA	2008–2013	
Magellan SA	2008–2013	sWIG80
Makarony Polskie SA	2008–2013	
Marvipol SA	2008–2013	
Mediatel SA	2008–2013	
Megaron SA	2011–2013	
Mennica Polska SA	2008–2013	sWIG80
Mercator Medical SA	2013	
Mercor SA	2008–2013	sWIG80
Mewa SA	2008–2013	
Mex Polska SA	2008–2013	
Mieszko SA	2008–2013	
Miraculum SA	2010–2013	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Mirbud SA	2008–2013	sWIG80
Mispol SA	2008–2012	
MIT Mobile Internet Technology SA (dawne PPWK im. E. Romera SA)	2008–2013	
MNI SA	2008–2013	
MO-Bruk SA	2008–2013	
MÓJ SA	2008–2013	
Monnari Trade SA	2008–2013	sWIG80
Mostostal Export SA	2008–2013	
Mostostal Płock SA	2008–2013	
Mostostal Warszawa SA	2008–2013	
Mostostal Zabrze Holding SA	2008–2013	sWIG80
Multimedia SA	2008–2013	
Muza SA	2008–2013	
Naftobudowa SA	2008–2009	
Nepentes SA	2008–2013	
Netia SA	2008–2013	WIG30, mWIG40
Netmedia SA	2008–2013	
Neuca SA (dany Torfarm SA)	2008–2013	sWIG80
North Coast SA	2008–2013	
Novita SA	2008–2013	
Novitus SA	2008–2010	
Ceramika Nowa Gala SA	2008–2013	
NTT System SA	2008–2013	
Odlewnie Polskie SA	2008–2013	
One2One SA	2008–2013	
Open Finance SA	2011–2013	sWIG80
Oponeo.pl SA	2008–2013	
OPTeam SA	2010–2013	
Optimus SA	2008–2010	
Optopol SA	2008–2009	
Orbis SA	2008–2013	mWIG40
Orzeł SA	2008–2009	
Orzeł Biały SA	2008–2013	
OT Logistics SA	2013	
Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów SA	2008–2013	
P.R.E.S.C.O. Group SA	2008–2013	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Paged SA	2008–2013	
Pamapol SA	2008–2013	
P.A. Nova SA	2008–2013	
PBG SA	2008–2013	
PBO Anioła SA	2011–2013	
PBS Finanse SA	2010–2013	
PC Guard SA	2008–2013	sWIG80
PCC Exol SA	2012–2013	
PP Intermodal SA	2009–2013	
Pekaes SA	2008–2013	
Pelion SA (dawna Polsk Grupa Farmaceutyczna SA)	2008–2013	mWIG40
Pemug SA	2008–2013	
Pepees SA	2008–2013	
Pemedia SA	2008–2012	
Petrolinvest SA	2008–2013	mWIG40
PGE Polska Grupa Energetyczna SA	2008–2013	WIG30
PKP Cargo SA	2013	mWIG40
Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo SA	2008–2013	WIG30
Polska Grupa Odlewnicza SA	2011–2013	
Polski Holding Nieruchomości SA	2013	sWIG80
Polski Koncern Naftowy Orlen SA	2008–2013	WIG30
Przetwórstwo Tworzyw Sztucznych Plast-Box SA	2008–2013	
Point Group SA	2008–2013	
Polaqua SA	2008–2012	
Polcolorit SA	2008–2013	
Polenergia SA (dawny PEP SA)	2008–2013	sWIG80
Zakłady Azotowe Police SA	2008–2013	sWIG80
Polimex-Mostostal SA	2008–2013	mWIG40
Fabryka Kosmetyków Pollena-Ewa SA	2008–2011	
Polmed SA	2010–2013	
Zakład Automatyki Polna SA	2008–2013	
Polnord SA	2008–2013	sWIG80
Polrest SA	2008	
Ponar SA (dawniej Ponar Wadowice SA)	2008–2009	
Power Media SA	2008–2013	
Pozbud T&R SA	2008–2013	
Pragma Faktoring SA	2008–2013	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Pragma Inkaso SA	2010–2013	
Prima Moda SA	2008–2013	
Procad SA	2008–2013	
Prochem SA	2008–2013	
Projprzem SA	2008–2013	
Prosper SA	2008	
Próchnik SA	2008–2013	
Zakłady Azotowe Puławy SA	2008–2013	
Quantum SA	2008–2013	
Qumak Sekom SA	2008–2013	sWIG80
Radpol SA	2008–2013	sWIG80
Rafako SA	2008–2013	sWIG80
Fabryka Obrabiarek Rafamet SA	2008–2013	
Rainbow Tours SA	2008–2013	
Rank Progress SA	2010–2013	
Rawlplug SA (dany Koelner SA)	2008–2013	
Redan SA	2008–2013	
Regnon SA (dawniej Pronox Technology SA)	2008–2013	
Relpol SA	2008–2013	
Przedsiębiorstwo Modernizacji Urządzeń Energetycznych Remak SA	2008–2013	
Resbud SA	2008–2013	
Robyg SA	2010–2013	sWIG80
Zakłady Magnetyzowe Ropczyce SA	2008–2013	
Rovese SA (dawniej Cersanit SA)	2008–2013	mWIG40
Rubicon Partners SA	2012–2013	
Ruch SA	2008–2009	
Sanockie Zakłady Przemysłu Gumowego Stomil Sanok SA	2008–2013	sWIG80
Sanwil Holding SA	2008–2013	
Seco/Warwick SA	2008–2013	sWIG80
Seko SA	2008–2013	
Selena FM SA	2008–2013	
Sfinks Polska SA	2008–2013	sWIG80
Simple SA	2008–2013	
Skotan SA	2008–2013	sWIG80
Skyline Investment SA	2008–2013	
SMT SA (dawniej Grupa ADV SA)	2010–2013	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Solar Company SA	2012–2013	
Sonel SA	2008–2013	
Spray SA	2008	
Stalexport Autostrady SA	2008–2013	sWIG80
Stalprodukt SA	2008–2013	sWIG80
Stalprofil SA	2008–2013	
Starhedge SA (dawniej Global Energy SA)	2008–2013	
Zakłady Urządzeń Kotłowych Stąporków SA	2008–2013	
Stormm SA	2008	
Suwary SA	2008–2013	
Swarzędz Meble SA	2008–2009	
Swissmed Centrum Zdrowia SA	2008–2013	
Sygnity SA	2008–2013	sWIG80
Synthos SA	2008–2013	WIG30
Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka SA	2008–2013	sWIG80
Śrubex SA	2008	
Mondi Świecie SA	2008–2011	
Talex SA	2008–2013	
Tarczyński SA	2013	
Tauron Polska Energia SA	2010–2013	WIG30
Techmex SA	2008	
Orange Polska SA (dawniej Telekomunikacja Polska SA)	2008–2013	WIG30
Tell SA	2008–2013	
Pani-Teresa Medica SA	2008–2013	
Tesgas SA	2010–2013	
Teta SA	2008–2009	
TelForceOne SA	2008–2013	
Tim SA	2008–2013	
Toya SA	2011–2013	
Trakcja PRKII SA	2008–2013	mWIG40
Trans Polonia SA	2010–2013	
TravelPlanet.pl SA	2008–2013	
Triton Development SA	2008–2013	
TVN SA	2008–2013	WIG30, mWIG40
Ulma Construcccion Polska SA	2008–2013	
Unibep SA	2008–2013	
Unima 2000 Systemy Teleinformatyczne SA	2008–2013	

Spółka	Okres	Indeks (2013)
Ursus SA (dawniej POL-MOT Warfama SA)	2008–2013	sWIG80
Vantage Development SA	2012–2013	
Variant SA	2008–2013	
Giełda Praw Majątkowych Vindexus SA	2009–2013	
Vistula SA	2008–2013	sWIG80
Votum SA	2010–2013	
Voxel SA	2012–2013	
Przedsiębiorstwo Produkcyjno Handlowe Wadex SA	2010–2013	
Wandalex SA	2008–2013	
Wasko SA (dawniej Hoga.pl SA)	2008–2013	
Wawel SA	2008–2013	mWIG40
Wielton SA	2008–2013	sWIG80
Wikana SA	2008–2013	
Wilbo SA	2008–2013	
Wistil SA	2008–2013	
Wojas SA	2008–2013	
Wola Info SA	2008–2009	
Work Service SA	2012–2013	sWIG80
Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne SA	2008–2009	
Yawal SA	2008–2013	
Zamet Industry SA	2011–2013	sWIG80
Zastal SA	2008–2013	
Zespół Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin SA	2012–2013	mWIG40
ZEG SA	2008–2009	
Zelmer SA	2008–2012	
Zetkama SA	2008–2013	sWIG80
Zakłady Napraw Taboru Kolejowego Łapy SA	2008	
ZPUE SA	2008–2013	sWIG80
Zakład Budowy Maszyn Zremb-Chojnice SA	2008–2013	
ZUE SA	2008–2013	
Grupa Żywiec SA	2008–2013	

Załącznik 3. Analiza korelacji pomiędzy wybranymi zmiennymi

Zmienna	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. Własność menedżerska	1												
2. Własność inwestorów instytucjonalnych	-0,1751	1											
3. Własność państwa	-0,1629	-0,1047	1										
4. Własność zagranicznych inwestorów	-0,1719	-0,0555	-0,0594	1									
5. Liczebność rady nadzorczej	-0,2297	0,0656	0,2608	0,2292	1								
6. Różnorodność rady nadzorczej	0,2518	-0,1445	0,0783	-0,1394	-0,0818	1							
7. Aktywność rady nadzorczej	-0,2174	-0,0613	0,4054	-0,1781	0,1630	0,1112	1						
8. Liczebność zarządu	-0,0050	0,0945	0,1311	0,2075	0,3216	-0,1303	0,0872	1					
9. Różnorodność zarządu	0,0368	-0,0451	-0,0544	-0,0379	-0,1045	0,0595	0,0266	-0,0686	1				
10. Wskaźnik Q Tobina	-0,0202	0,0174	-0,0043	0,0182	-0,0497	-0,0208	-0,0640	-0,0658	0,0702	1			
11. Rentowność aktywów (ROA)	0,0402	0,0368	0,0218	0,0279	-0,0177	-0,0014	-0,0675	0,0570	-0,0172	0,2289	1		
12. Wielkość spółki	-0,2098	0,1020	0,3382	0,1876	0,4862	-0,1715	0,2857	0,5097	-0,1903	-0,2091	0,1042	1	
13. Zadłużenie spółki	0,0328	0,0172	0,0594	0,0000	-0,0276	-0,0253	-0,0373	-0,0018	0,0206	0,4765	0,5464	0,0417	1

Objaśnienie: analiza została przeprowadzona na pierwotnej próbie

Źródło: opracowanie własne

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1.	Relacje pomiędzy właścicielami a menedżerami w teorii agencji	20
Rysunek 2.	Relacje pomiędzy właścicielami a menedżerami w teorii służebności	27
Rysunek 3.	Debiuty giełdowe na GPW w Warszawie w latach 1991–2000	48
Rysunek 4.	Debiuty giełdowe na GPW w Warszawie w latach 2001–2013	51
Rysunek 5.	Właściciele spółek akcyjnych	76
Rysunek 6.	Relacje pomiędzy własnością menedżerską i wartością pojedynczej spółki na podstawie badań H. Demsetza	91
Rysunek 7.	Potencjalne relacje pomiędzy własnością menedżerską i wartością spółek na podstawie badań H. Demsetza	92
Rysunek 8.	Kształtowanie wynagrodzenia w koncepcji władzy menedżerskiej	142
Rysunek 9.	Zapisy w statucie spółki na temat niezależności członków rady	207
Rysunek 10.	Ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej	209
Rysunek 11.	Powołanie komitetu do spraw audytu – liczba i procent obserwacji	212
Rysunek 12.	Powołanie komitetu do spraw wynagrodzeń – liczba i procent obserwacji	212
Rysunek 13.	Wdrażanie programów motywacyjnych dla menedżerów najwyższego szczebla opartych na kapitale – liczba i procent obserwacji	225
Rysunek 14.	Wypłata dywidend – liczba i procent obserwacji	228

SPIS TABEL

Tabela 1. Rodowód spółek giełdowych debiutujących na GPW w Warszawie w latach 1991–2000	49
Tabela 2. Rodowód spółek giełdowych debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2001–2013	52
Tabela 3. Cechy polskiego systemu ładu korporacyjnego na tle systemów anglosaskiego i niemieckiego	61
Tabela 4. Udział Skarbu Państw (SP) w strukturach własnościowych spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie	65
Tabela 5. Udział zagranicznych inwestorów (ZI) w strukturach własnościowych spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie	67
Tabela 6. Udział finansowych inwestorów instytucjonalnych (FII) w strukturach własnościowych spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie	70
Tabela 7. Udział własności menedżerskiej w strukturach własnościowych spółek z sektorów niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie	77
Tabela 8. Różnorodność rad spółek pod względem płci w Europie i Stanach Zjednoczonych (2010) – udział kobiet w radach w badaniach D. Ferreira i T. Kirchmaier	120
Tabela 9. Różnorodność rad spółek pod względem płci na świecie (2006) – udział kobiet w radach w badaniach J. Grosvolda i S. Brammera	121
Tabela 10. Niezależność w radach spółek w Europie i Stanach Zjednoczonych (2010) – udział członków niezależnych w radach spółek	130
Tabela 11. Mierniki wykorzystywane przez rady nadzorcze do oceny zarządów	147
Tabela 12. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a działalnością eksportową polskich spółek publicznych – statystyki opisowe	164
Tabela 13. Relacja pomiędzy własnością menedżerską a działalnością eksportową spółek – wyniki analizy regresji	166
Tabela 14. Statystyki opisowe na temat wartości wskaźnika ROA w badanej próbie (w latach 2008–2013)	169

Tabela 15. Statystki opisowe na temat wartości wskaźnika Q Tobina w badanej próbie (w latach 2008–2013)	170
Tabela 16. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika ROA – statystyki opisowe	171
Tabela 17. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika Q Tobina – statystyki opisowe	171
Tabela 18. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynikami spółek – wyniki analizy danych panelowych podwójną metodą najmniejszych kwadratów	174
Tabela 19. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika Q Tobina – testowanie wyników B. Hermalina i M. Weisbacha (1991) na próbie polskich spółek publicznych	175
Tabela 20. Statystki opisowe na temat wartości współczynnika VAIC w badanej próbie (w latach 2008–2013)	177
Tabela 21. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami współczynnika VAIC – statystyki opisowe	178
Tabela 22. Wyniki analizy regresji (analiza danych panelowych) na temat relacji pomiędzy efektywnością kapitału intelektualnego i własnością menedżerską	179
Tabela 23. Liczba i procent rotacji na stanowiskach prezesów zarządów w badanej próbie	182
Tabela 24. Relacje pomiędzy rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów spółek a własnością menedżerską – wyniki analizy regresji logitowej	184
Tabela 25. Relacje pomiędzy rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów spółek a własnością menedżerską – wyniki analizy regresji logitowej z podziałem na własność menedżerską poniżej i powyżej 5%	186
Tabela 26. Statystki opisowe na temat liczby posiedzeń rad nadzorczych polskich spółek publicznych w latach 2010–2012	190
Tabela 27. Aktywność rad nadzorczych a udział we własności członków zarządu – statystyki opisowe	190
Tabela 28. Relacja pomiędzy własnością menedżerską a aktywnością rad nadzorczych – wyniki analizy danych panelowych	192
Tabela 29. Statystki opisowe na temat liczebności rad nadzorczych polskich spółek publicznych w latach 2008–2013	194
Tabela 30. Statystki opisowe na temat liczebności zarządów polskich spółek publicznych w latach 2008–2013	195
Tabela 31. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością rad nadzorczych – statystyki opisowe	196
Tabela 32. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością zarządów – statystyki opisowe	196
Tabela 33. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a liczebnością organów statutowych polskich spółek publicznych – wyniki analizy regresji Poissona	199

Tabela 34. Statystyki opisowe na temat różnorodności pod względem płci zarządów (udział kobiet w zarządzie) polskich spółek publicznych w latach 2008–2013	201
Tabela 35. Statystyki opisowe na temat różnorodności pod względem płci rad nadzorczych (udział kobiet w radzie nadzorczej) polskich spółek publicznych w latach 2008–2013	201
Tabela 36. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a różnorodnością zarządów – statystyki opisowe	202
Tabela 37. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a różnorodnością rad nadzorczych – statystyki opisowe	203
Tabela 38. Relacje pomiędzy różnorodnością organów statutowych a własnością menedżerską – wyniki analizy danych panelowych	206
Tabela 39. Własność menedżerska a zapisy w statucie spółki na temat niezależności	208
Tabela 40. Własność menedżerska a zapisy na temat niezależności członków rady nadzorczej w statucie spółki – wyniki analizy regresji logitowej	209
Tabela 41. Własność menedżerska a ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej	210
Tabela 42. Własność menedżerska a ujawnianie w raporcie rocznym informacji o niezależnych członkach rady nadzorczej – wyniki analizy regresji logitowej	211
Tabela 43. Czynniki wpływające na powołanie komitetów rad nadzorczych – wyniki regresji logitowej	216
Tabela 44. Wynagrodzenia zarządów polskich spółek publicznych w latach 2008–2013 (w PLN)	218
Tabela 45. Wynagrodzenia prezesów zarządów polskich spółek publicznych w latach 2008–2013 (w PLN)	219
Tabela 46. Wpływ własności menedżerskiej na wynagrodzenia zarządów – wyniki analizy danych panelowych	220
Tabela 47. Wpływ własności menedżerskiej na wynagrodzenia zarządów – wyniki analizy danych panelowych z podziałem na własność menedżerską poniżej i powyżej 5%	222
Tabela 48. Własność menedżerska a spółki wdrażające programy motywacyjne oparte na kapitale	226
Tabela 49. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wdrażaniem przez spółki programów motywacyjnych dla członków zarządu opartych na kapitale – wyniki analizy regresji logitowej	227
Tabela 50. Spółki z próby wypłacające dywidendy	229
Tabela 51. Wartości wskaźnika stopa dywidend w spółkach, które wypłaciły dywidendy – statystyki opisowe	230
Tabela 52. Własność menedżerska a spółki wypłacające dywidendy	231
Tabela 53. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wartościami wskaźnika stopa dywidend – statystyki opisowe	232

Tabela 54. Wpływ struktur własnościowych na wypłatę dywidend w spółkach – wyniki regresji logitowej	233
Tabela 55. Wpływ struktur własnościowych na wypłatę dywidend w spółkach – wyniki regresji logitowej z podziałem na własność menedżerską po- niżej i powyżej 5%	235

OD REDAKCJI

Leszek Bohdanowicz ukończył studia magisterskie na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego w roku 2000. Od 1 października 2000 r. jest zatrudniony w Katedrze Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa (dawniej Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem). Początkowo na stanowisku asystenta, a od 2007 r., po obronie rozprawy doktorskiej, na stanowisku adiunkta.

Zainteresowania naukowe Leszka Bohdanowicza koncentrują się wokół ładu korporacyjnego, a w szczególności struktur własnościowych spółek publicznych oraz funkcjonowania ich rad nadzorczych i zarządów. Był kierownikiem bądź wykonawcą kilku projektów badawczych finansowanych ze środków centralnych, w tym kierownikiem projektu na temat „Wpływu struktur własnościowych na kapitał intelektualny polskich spółek” finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki. Jest autorem bądź współautorem ponad 70 publikacji, w tym artykułów naukowych opublikowanych w polskich i zagranicznych czasopismach, takich jak: „Organizacja i Kierowanie”, „Przegląd Organizacji”, „Master of Business Administration”, „Journal of Positive Management”, „Management of Organizations: Systematic Research” czy „Przegląd Corporate Governance”. Jest również autorem lub współautorem ponad 30 referatów na międzynarodowe i ogólnopolskie konferencje naukowe, a także recenzentem artykułów w polskich i zagranicznych czasopismach naukowych.

Leszek Bohdanowicz jest wykładowcą zarządzania strategicznego, ładu korporacyjnego oraz relacji inwestorskich na Uniwersytecie Łódzkim. Prowadził również wykłady na temat problemów *corporate governance* na zagranicznych uczelniach. Pod jego kierunkiem powstało ponad 60 prac magisterskich oraz licencjackich, a także prac dyplomowych w ramach studiów podyplomowych.

Ponadto, Leszek Bohdanowicz pięciokrotnie otrzymywał indywidualne lub zespołowe nagrody Rektora Uniwersytetu Łódzkiego. Został również odznaczony Medalem Brązowym za Długoletnią Służbę przyznany postanowieniem Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej.