

# Zarządzanie i Finanse

Journal of Management and Finance



## **Rada Naukowa**

**prof. dr hab. Mirosław Szreder — przewodniczący — Uniwersytet Gdański;**

prof. Wojciech Charemza, University of Leicester;

prof. Halina Frydman, Leonard N. Stern School of Business;

prof. dr hab. Krzysztof Jajuga, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu;

prof. dr hab. Stanisław Kasiewicz, Szkoła Główna Handlowa;

Agnieszka Kwapisz, Ph.D., College of Business, Montana State University;

Albert Mnacakanian, Ph.D., Instytut Ekonomii Branżowej i Zarządzania

Kaliningradzkiego Państwowego Uniwersytetu Technicznego;

Wojciech Piotrowicz, Ph.D., Saïd Business School;

Sofia Brito Ramos, Ph.D., ISCTE Business School;

prof. Gopichand C. Tikkiwal, Jai Narain Vyas University

## **Redaktor Naczelny**

prof. UG dr hab. Krzysztof Najman

## **Z-ca Redaktora Naczelnego**

prof. UG dr hab. Kamila Migdał-Najman

## **Redaktorzy językowi**

prof. UG dr hab. Aneta Lewińska (język polski)

David Gagan, M.A. (język angielski)

## **Redaktor statystyczny**

prof. UG dr hab. Anna Zamojska

## **Redaktorzy tematyczni**

dr hab. Ewelina Sokołowska, dr Olga Martyniuk (Finanse),

dr Jacek Maślankowski (Informatyka ekonomiczna), dr Sylwia Badowska

(Marketing), prof. UG dr hab. Kamila Migdał-Najman (Metody ilościowe),

dr Aleksandra Wiercińska (Rachunkowość), prof. UG dr hab. Paweł Antonowicz,

prof. UG dr hab. Tomasz Kawka, dr inż. Ewa Malinowska, dr Marek Rutka,

dr Krzysztof Szczepaniak, (Zarządzanie)

## **Redaktor numeru**

dr Olga Martyniuk

Copyright by Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego

81-824 Sopot, ul. Armii Krajowej 101

**ISSN 2084-5189**

Wersja drukowana czasopisma ma charakter referencyjny.

W latach 2003–2011 czasopismo ukazywało się pod tytułem

„Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”.

Korekta

Jerzy Toczek

Skład i łamanie

Mariusz Szewczyk

Druk

Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot, ul. Armii Krajowej 119/121

tel. 523-13-75, 523-14-49, e-mail: poligraf@gnu.univ.gda.pl

## Spis treści

<b>Kevin Campbell</b> , The Politics of UK Corporate Governance Reform . . .	5
<b>Christopher A. Hartwell</b> , The Measurement and Impact of Uncertainty . . . . .	23
<b>Magdalena Jerzemowska, Yoji Koyama</b> , How corporate governance weaknesses led to financial distress in Toshiba – some reasons and consequences (a case study) . . . . .	33
<b>Agata Adamska, Leszek Bohdanowicz, Jacek Gad</b> , Implementacja zmian prawa dotyczących rad nadzorczych w spółkach publicznych w Polsce . . . . .	51
<b>Kazimierz Barwacz</b> , Funkcjonowanie rad nadzorczych w spółkach komunalnych o statusie podmiotów wewnętrznych . . . . .	67
<b>Dagmara Gad</b> , Tożsamość inwestora dominującego w spółkach portfelowych funduszy akcji . . . . .	79
<b>Dominika Hadro, Marek Pauka</b> , Strategie zarządzania wrażeniem w polskich raportach finansowych . . . . .	93
<b>Agnieszka Hajduk</b> , Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa w świetle statystycznej analizy parametrycznej . . . . .	103
<b>Leszek Kozioł, Karolina Chrabąszcz-Sarad</b> , Kontrakt menedżerski narzędziem nadzoru właścicielskiego w przedsiębiorstwach komunalnych . . . . .	117
<b>Anna Krzysztofek</b> , Zintegrowane raportowanie na przykładzie spółek Respect Index . . . . .	133
<b>Iwona Otola, Marlena Grabowska</b> , Struktura własności korporacyjnej spółek Skarbu Państwa a płynność rynku akcji – analiza porównawcza . . . . .	155
<b>Stanisław Rudolf</b> , Udział przedstawicielstwa załogi w nadzorze korporacyjnym. Tendencje zmian . . . . .	171
<b>Adam Samborski</b> , Problem przedstawicielstwa w otwartych funduszach emerytalnych. Rola depozytariusza . . . . .	189

<b>Małgorzata Siemionek-Ruskań</b> , Strategiczna Karta Wyników jako narzędzie zarządzania szwedzkim miastem . . . . .	203
<b>Agnieszka Słomka-Gołębiowska</b> , Polityka zrównoważonego udziału kobiet i mężczyzn w spółkach w Polsce . . . . .	217
<b>Alina Szewc-Rogalska</b> , Znaczenie krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych w Polsce . . . . .	231
<b>Agata Wieczorek</b> , Ocena wybranych standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa – analiza porównawcza . . . . .	247
<b>Robert Zajkowski</b> , Cele działalności przedsiębiorstw rodzinnych a wybrane determinanty polityki dywidendy . . . . .	267
<b>Łukasz Żabski</b> , Rotacja w składach organów spółek komunalnych	279
<b>Katarzyna Żak</b> , Borrower discouragement of corporations in financing physical investments . . . . .	299

**Kevin Campbell\***

## **The Politics of UK Corporate Governance Reform**

### **Introduction**

Since the publication of the landmark Cadbury Report in 1992, reviews of UK corporate governance have been a common occurrence, driven either by external shocks, such as the 2001 Enron scandal and the 2008 financial crisis, or by regular reviews of the *UK corporate Governance Code* by the UK Financial Reporting Council (FRC) which has responsibility for the code. This paper examines the outcome of the most recent re-appraisal of UK corporate governance, which followed the high-profile bankruptcy of the private company BHS and corporate governance failings at the publicly listed company Sports Direct in 2016, alongside frequent press reports of executive pay appearing to be disproportionate to company performance, thereby eroding public trust in business. The immediate trigger, however, was the decision of the UK electorate to exit from the European Union in the referendum on EU membership held in June 2016. Following this unexpected outcome and the resignation of Prime Minister David Cameron, his replacement, Theresa May, proclaimed in October 2016 that she wanted to build “an economy that works for everyone, not just the privileged few” in an attempt to reposition the Conservative party in the political centre ground, and to improve corporate governance as part of this agenda [Parker, O’Connor, 2016].

In November 2016, the UK Government’s Business and Energy Secretary Greg Clark launched a new public consultation on measures to strengthen the UK’s corporate governance framework. The Government’s Green Paper set out a range of options to address concerns around three main issues: levels of executive pay, increasing representation of workers, customers, suppliers and investors in the boardroom, and whether the UK’s largest private companies should be subject to more rigorous corporate governance rules. It called on businesses, investors, workers and members of the public to give their views on what should be done to ensure that the UK’s corporate governance framework helps to deliver an economy that “works for all” and maintains the UK’s reputation as a good place in Europe to do business.

---

\* Professor, Stirling Management School, University of Stirling, Stirling FK9 4LA, kevin.campbell@stirling.ac.uk

This was followed in February 2017 by an announcement by the FRC that it intends to review the *UK Corporate Governance Code* and in April 2017 by the publication of the House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy (BEIS) Committee report on its inquiry into corporate governance (the “BEIS Report”). This parliamentary report also separately considered whether the corporate governance framework in the UK is fit for purpose and looked at a range of options regarding the promotion of good governance, remuneration and board composition. In August 2017, the UK Government published its response to its Green Paper consultation on corporate governance reform, which proposed incremental development of existing principles of corporate governance rather than more radical reforms. This retreat reflected in part the weakening of the Government’s position politically after it lost its parliamentary majority in June 2017 in an election that it did not need to call and which was ostensibly aimed at strengthening the hand of the Government in Brexit negotiations with the EU.

The rest of the paper is organized as follows. In section 2 the political and economic context for the current corporate governance reform proposals is outlined. The paper then picks out and discusses the key issues that formed the review: executive Pay (section 3) stakeholder voice (section 4) and corporate governance in large privately-owned businesses (section 5). After a review in section 6 of the reforms proposed by the UK Government and a discussion of their ability of to achieve their objectives, the conclusions follow in section 7.

## **1. The political and economic context for UK corporate governance reform**

The soft regulation of corporate governance in the UK dates from the late 1980s and early 1990s when financial reporting irregularities at companies such as Polly Peck and the Maxwell corporation led to the establishment of a Committee to examine the ‘Financial Aspects of Corporate Governance’ led by Sir Adrian Cadbury. The resulting *Cadbury Report* [Department for Trade and Industry, 1992] outlined a number of recommendations around the separation of the role of CEO and chairman, balanced composition of the board, selection processes for non-executive directors, transparency of financial reporting and the need for good internal controls. The recommendations were framed by a reliance on agency theory [Jensen, Meckling, 1976] with its focus is on shareholders and board members as ‘principals’ and ‘agents’, and the presumption that companies are run exclusively for the benefit of shareholders [Veldman, Wilmott, 2016]. The *Cadbury Report* included a Code of Best Practice and its recommendations were incorporated into the Listing Rules of the London Stock Exchange. The Code

of Best Practice was renamed as the *Combined Code* and is currently known as the *UK Corporate Governance Code*.

Since its publication in 1992, the Code of Best Practice advocated by the *Cadbury Report* has been copied, transposed or adapted in every Member State of the European Union and, by 2012, in more than 60 other countries elsewhere in the World, with the notable exception of the United States [Becht, 2012]. The “comply or explain” concept has also been adopted as a pragmatic tool that can improve corporate governance without the need for inflexible and burdensome laws or regulation. Modifications to the Code of Best Practice occurred over time. In 1995 the *Greenbury Report* elaborated the original Cadbury recommendations on executive remuneration. The Hampel committee in 1998 took forward the agenda on shareholder voting. Internal control and risk were highlighted by the *Turnbull Report* in 1999.

In the wake of the financial crisis triggered by the collapse of Lehman Brothers in 2008 and the subsequent economic downturn several reviews were commissioned in the UK into corporate governance and related matters. A Timeline of the key changes in UK corporate governance since the financial crisis is provided in the appendix. The *Turner Review* in March 2009 concluded that the complexity of large banking groups made it difficult for non-executive directors to fully understand the risks taken by the executive directors [Financial Services Authority, 2009]. The *Walker Review* of corporate governance in UK banks and other financial institutions, published in November 2009, suggested that steps be taken to improve the engagement between institutional investors and the boards of their investee companies [Walker, 2009]. The UK corporate governance code is now complemented with a stewardship agenda that addresses the role of shareholders in holding management to account.

Though widely imitated, the Code has not been uniformly successful. Arguably the key failure concerns the workings of the remuneration committee and the recommendations of the *Greenbury Report* on boardroom pay. According to Plender [2012, p. 47] “boardroom pay remains the great uncracked problem of corporate governance”. He points out that increased disclosure brought about a ratcheting up of CEO remuneration, with the non-executive directors who sit on remuneration committees typically believing that their CEOs deserved upper quartile rewards. The persistence of governance scandals or failures over time raises questions about the limitations of what a code can be expected to achieve. Many recent corporate governance mishaps have been about qualitative issues. No code can ensure that a board possesses the appropriate leadership qualities or will always act with integrity. Perhaps the biggest failure in corporate

governance apart from remuneration concerns is the widespread decline of ethical standards, particularly in banking.

In the face of a rise in anti-globalisation and anti-business sentiment, evidenced by the Brexit vote, the UK Government demonstrated a commitment to address these concerns with the introduction of its Corporate Governance Green Paper in November 2016. The increase in so-called populism was based on the reality of a widening gap between the rich and the poor in the UK. The share of national income going to workers has diminished while executive pay over the past two decades has grown much faster than general pay. This has also coincided with the reduced power of trade unions.

The Green Paper was largely a reaction to areas of contemporary public concern, and in particular the BHS pensions controversy. Despite its title, which suggests a reform of the entire UK corporate governance regime, its scope was actually quite narrow. It did not attempt to engage with some strands of corporate governance – such as brand, trust and reputation and management succession planning – that also contribute to the long-term success of a company.

In addition, the Green Paper only addressed the specific issues of executive pay and stakeholder representation through the prism of shareholder and public reaction, rather than taking the wider brief of identifying those changes that would increase the value of companies. In a similar vein, the BEIS Report, while set in a more general context, focused particularly on pay and board composition. We now consider the key issues that have been at the centre of the recent debate about corporate governance reform.

## **2. Executive Pay and Income Inequality**

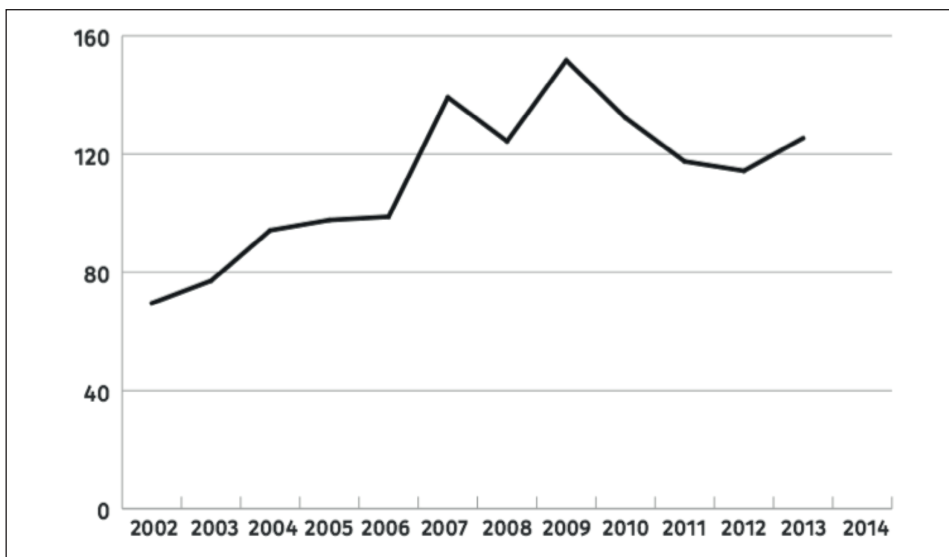
The focus on executive remuneration and income inequality more generally reflects the fact that the UK is one of Europe's most unequal societies. The incomes of the richest 10 per cent of UK households in 2016 were, on average, 11 times higher than those of the poorest 10 per cent, while in Germany and France the difference was a factor of seven, and in Denmark just five [OECD, 2016]. A number of trends are responsible for increasing inequality over recent decades, including the impact of globalisation and technological change, which have increased the wage premium for workers with higher skill levels, along with rising housing wealth and changes in tax rates. Another key factor is executive pay. In the 1980s a typical top CEO in the UK was paid approximately 20 times as much as the average British worker [BEIS Committee, 2017]. By 2002 this had risen to 70 times the average salary and by 2014 to 149 times, as shown in Figure 1.



The sharp rise in the pay of CEOs and leading executives has not been correlated with improved performance. As Figure 2 shows, the value of the FTSE 100 barely rose between 1998 and 2015, whereas executive pay increased by more than 400 per cent. A study of the performance of FTSE 350 companies between 2003 and 2014 showed that, while median CEO salaries had increased by 82 per cent, the economic return on invested capital for these companies in the same period was only just over 8 per cent [Li, Young, 2016].

Average CEO pay in the FTSE 100 reached a peak reached in 2011 and has risen only modestly since reforms were introduced by the UK Coalition Government in 2013 that required quoted companies to hold a binding vote on pay policy every three years and an advisory vote on executive pay every year. This suggests that a combination of the financial crash of 2008 and the reforms of 2013 have seen some restraint on pay. Nevertheless, instances when high rewards have been accompanied by poor company performance have created a perception that CEOs are too often being “rewarded for failure.” For example, the pay of the Chief Executive of Pearson rose 20 per cent in 2016 while the company suffered its biggest ever loss and its shares fell to a seven year low [Financial Times, 2017].

**Figure 1. FTSE 100 CEO total remuneration as multiple of average employee earnings in the economy as a whole, 2002–2014**



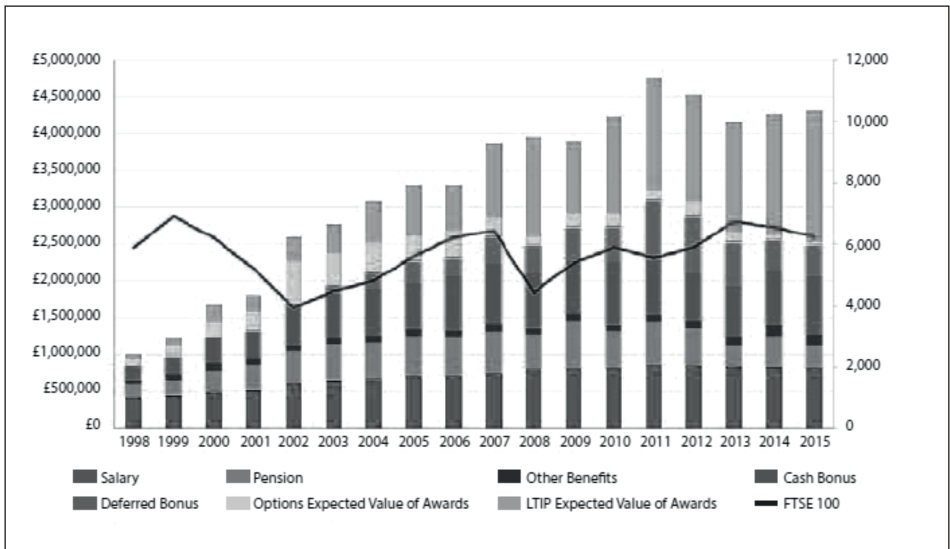
Note: Total remuneration received covers all taxed cash payments in the year, all taxable benefits, cash bonuses paid or received in the year, expected value of deferred bonuses, expected value of incentive awards awarded in the year, and the value of pension accrued or provided in the year.

Source: [Business, Energy, and Industrial Strategy (BEIS) Committee, 2017].

The new regulations that require increased reporting on executive pay and that give shareholders an annual advisory vote on pay awards and a binding vote every three years on remuneration policy, introduced in 2014, do not yet appear to have had significant impact. As of 2016, 93 per cent of votes were in favour of recommended pay awards and policies, with only one example of a binding vote lost, along with six advisory votes [Department for Business, Energy, and Industrial Strategy, 2016]. While this could suggest that the proposals are working, in that the proposals put forward have been acceptable, it could also reflect a culture of inadequate scrutiny.

It is now widely acknowledged that corporate governance rules have done little to align directors' pay with company performance. The *UK Corporate Governance Code* recommends that company remuneration committees should consist exclusively of independent non-executive directors, many of whom, in practice, are executive directors of other companies. Along with the increasing use of remuneration consultants focused on inter-firm comparators, this has led to a self-referential system of pay awards, with very few incentives to align pay to performance and to the increasing and widespread use of 'long-term incentive plans' and annual bonuses, as indicated in Figure 2.

**Figure 2. Changing structure and levels of UK executive pay, 1998–2015**

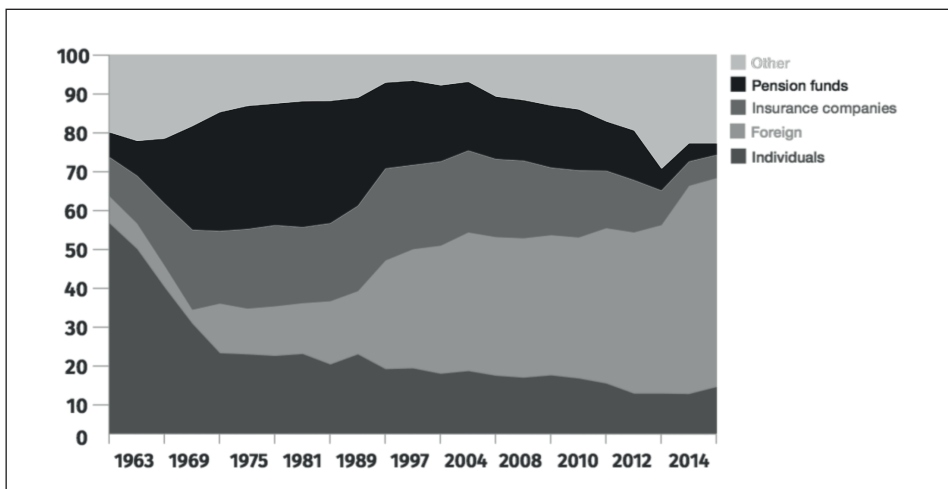


Source: [Department for Business, Energy and Industrial Strategy, 2016].

### 3. Stakeholder voice

The increased attention paid to stakeholders reflects a transformation in the character of share ownership in recent decades that has greatly weakened the claim that shareholders are best placed to have exclusive oversight of a company and its directors. A large majority of UK shares are now held by investment and hedge funds and overseas investors, as shown in Figure 3. Most shares are held for very short periods of time (some for only milliseconds due to algorithmic trading) with no attached intentions or responsibilities relating to the control or stewardship of the company.

**Figure 3. Ownership of share capital in UK quoted companies (%) 1963–2014**



Note: 'Other' includes various forms of investment fund, including index funds, exchange traded funds and hedge funds, and market participating holdings such as clearing accounts, market makers, stock lending and collateral accounts.

Source: [ONS, 2015].

An increasing proportion of funds are 'passive' funds that simply track the stock market and involve no active engagement by their 'owners' [Wigglesworth, Foley, 2016]. Such forms of shareholding have given rise to the so-called "ownerless corporation", where few or no shareholders have significant holdings and few, therefore, have either the power or incentive to exercise effective control. The result is that shareholders in practice exercise very little oversight of management.

In these circumstances, it can be argued that shareholders are not best placed to decide on a company's overall direction. As of 2015, the average length of time a UK-listed share was held was under six months, in contrast to the average length of five years and four months that a UK employee stays with their company [ONS, 2015]. Granting all control rights over

a company to its temporary shareholders, while having little regard to its considerably more committed employees, is arguably far less justifiable than it was a generation ago.

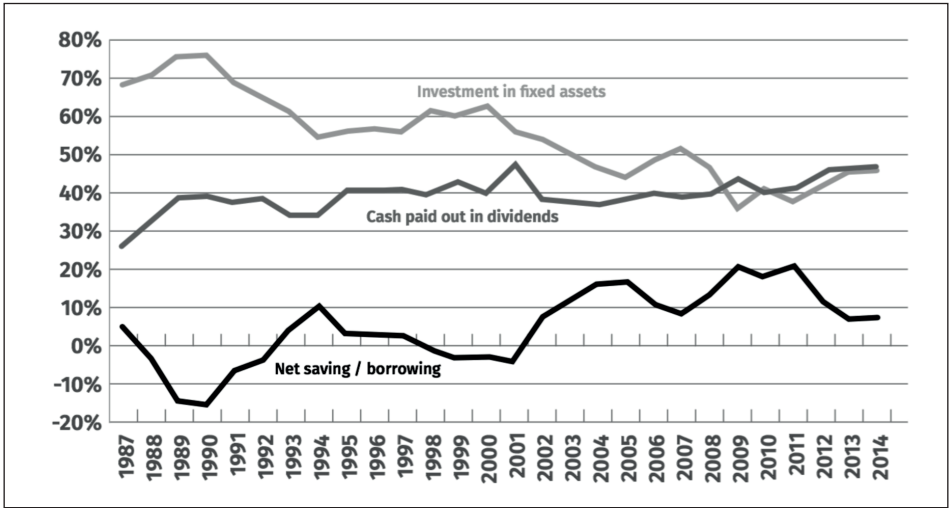
Although shareholders have some risk tied up in their shares, limited liability means that they are protected from personal bankruptcy in the event of the company going bankrupt. By contrast, employees are much more invested in the success of the firm. As the Financial Times commentator Martin Wolf has pointed out, the argument that shareholders should have control rights because they have the most risk confuses diversifiable and undiversifiable risk [Wolf, 2014]. Shareholders can (and do) diversify their risk by having a broad portfolio of assets. They are therefore in practice likely to be rather risk-insensitive, effectively lacking the motivation to discipline risk-taking by management. Employees, on the other hand, bear risk that is significantly harder to diversify; they therefore have a much stronger incentive to oversee management and (if they have them) to exercise control rights. Privileging the position of shareholders in corporate governance while excluding employees on the basis of who bears the most risk is therefore not justified.

The overwhelming primacy of shareholders' rights in the UK model of corporate governance contrasts with governance systems common in the rest of Europe, which enshrine the rights of other stakeholders (notably employees) alongside shareholders. According to Lawrence [2017] the UK model of corporate governance contributes to its economic problems. One of these is a lack of investment, which is partly due to the fact that UK companies have in aggregate been distributing more of their earnings to their shareholders [Tomorrow's Company, 2016].

As shown in Figure 4, between 1990 and 2014 the proportion of discretionary cash flow returned to shareholders from UK non-financial corporations increased from 39 per cent to 46 per cent. The inevitable result of this has been a reduction in the funds available for reinvestment, with investment declining significantly over the same period.

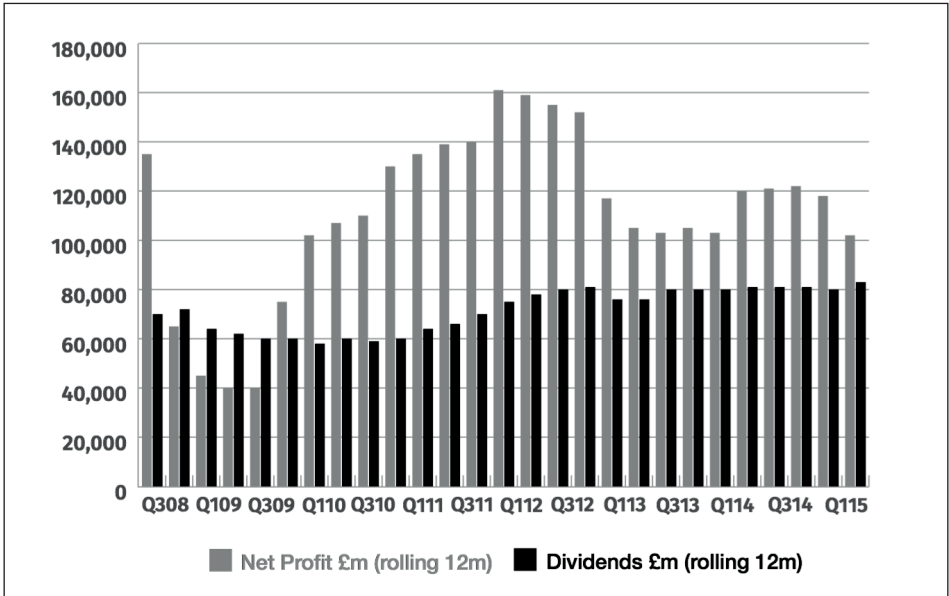
As Figure 5 shows, since the financial crisis dividend payments have remained relatively constant even as profits have fluctuated. The result is that the average 'dividend cover' (the multiple by which post-tax company earnings exceed shareholder pay-outs) has fallen by a quarter in the last decade, and is now (at 1.8) at a 20-year low [Lawrence, 2017]. It appears that the short-term desire to guarantee and 'smooth' shareholder returns has come to dominate dividend pay-out behaviour, almost irrespective of profitability.

Figure 4. Proportion (%) of UK non-financial corporation cash flow allocated to investment, dividends and saving, 1987–2014



Source: [Tomorrow’s Company, 2016].

Figure 5. Dividends and profits for FTSE 350 firms, Q3 2008 to 2015



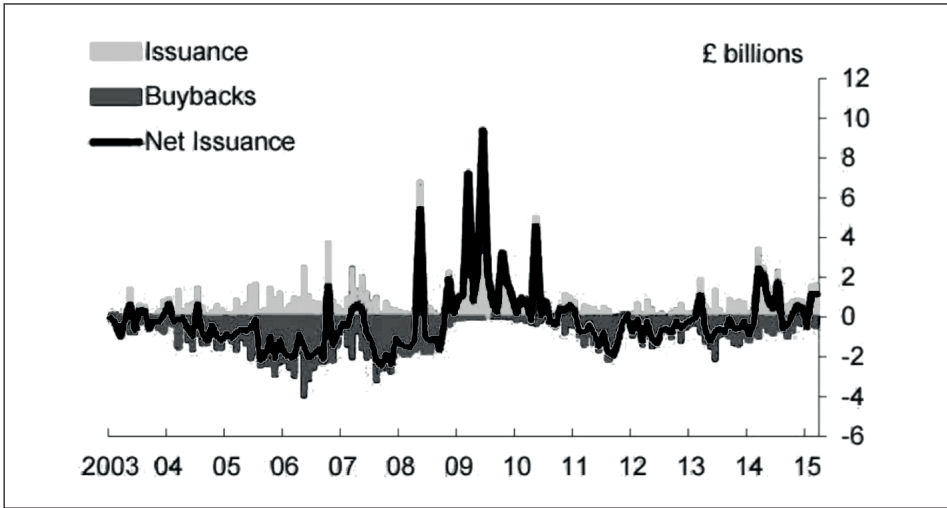
Source: [Big Innovation Centre, 2016].

Share buybacks, another means of distributing earnings to shareholders, have also increased markedly over the last quarter of a century [Lazonick, 2014]. As Figure 6 shows, in the last decade the value of share buybacks among UK companies has consistently exceeded the values of shares issued.

This has had the surprising effect of making the equity market less a source of net new financing for UK firms than a means of extracting value from them [Lawrence, 2017].

As a result of these trends the UK corporate sector has gone from being a net borrower in the economy, reflecting the traditional role of companies as vehicles for channelling others' savings into investment, to being a net saver.

**Figure 6. Share buybacks by UK companies on FTSE All-Share, 2003–2015**



Source: [Haldane, 2015].

#### 4. Corporate governance in large privately-owned businesses

With the advent of new sources of finance, the number of UK listed companies has declined [BEIS Committee, 2017]. There are now some 2,600 private companies in the UK with more than 1,000 employees, including some of the UK's most famous names, such as Allied Boots and the Virgin Group. While private company directors have the same duties under Section 172 of the *UK Companies Act* as those of listed firms, private companies currently have only rudimentary reporting requirements and are not subject to the *UK Corporate Governance Code*.

This is difficult to justify. The legal separation of the company from its shareholders is the same in private companies as in public ones, and private companies have the same legal protection in terms of limited liability. Major companies have significant public impact on employment, consumers, supply chains, the environment and local communities and should arguably have the same social obligations [Lawrence, 2017].

## **5. Discussion of the UK Government Corporate Governance Reform Proposals**

In August 2017, the UK Government published its response to the Green Paper on corporate governance reform that it issued at the end of November 2016 [BEIS, 2017]. The proposed reforms focus on four main elements. The first will require all listed companies to reveal and justify the pay ratio between CEOs and the average worker. Companies of a certain size will have to explain publicly how their directors take employees' and shareholders' interests into account, while all large companies will also have to make their responsible business arrangements public. They will also have to set out more clearly in remuneration policies the impact of share price growth on long-term executive pay outcomes. The Government has also stated that it would announce at a later date details of a review it has said it will carry out in relation to the use of share buybacks by companies, including to ensure that they cannot be used artificially to influence performance targets and so inflate executive pay. The second element will see those listed companies with significant (20 per cent) shareholder opposition to executive pay packages listed on a new public register, which will be run by the Investment Association, which represents UK investment managers.

The third element will see new measures introduced to ensure employees' voices are heard in the boardroom. The Government has delegated to the Financial Reporting Council the responsibility to come up with how best to achieve improved employee representation by introducing a new requirement into the *UK Corporate Governance Code*. It suggests that, on a comply or explain basis, companies would have to: assign a non-executive director to represent employees; create an employee advisory council; or nominate a director from the workforce. The fourth element of the reform package is a proposal to extend the scope of the *UK Corporate Governance Code* to cover large private companies. The FRC will consult with Government and the business community to help develop a voluntary set of corporate governance principles for large private companies. The reforms requiring legislation will be implemented by June 2018. However, the register of companies with significant shareholder opposition will be launched by the end of 2017.

The proposed reforms received a mixed response, with the business community heaving a collective sigh of relief that some of the tougher measures that were proposed in the 2016 Green Paper had been dropped: in particular, the requirement for an employee director on the board and annual binding votes on executive pay.

The reform that attracted most headlines is the mandatory disclosure in a quoted company's directors' remuneration report of the ratio of CEO

pay to the average pay of the company's UK workforce, plus a narrative explaining changes to the ratio from year to year and how the ratio relates to pay and conditions across the wider workforce. This reform has been much debated and criticised since it was first proposed, with the so-called "Goldman Sachs/Waitrose supermarket" flaw being commonly voiced: the pay ratio for the CEO of a company like Goldman Sachs may appear much less extreme, because of the generally high level of pay of much of the company's workforce, than that of a supermarket company (say) where the pay of much of the workforce will be considerably less than that of the CEO. This may well create a misleading and unhelpful impression of the significance of a company's executive remuneration. Not surprisingly, 75 per cent of quoted companies commenting on this proposal were opposed to it [BEIS, 2017].

This new CEO pay reporting requirement will sit alongside an existing requirement, in place since 2013, for the directors' remuneration report of UK "quoted" companies to have to disclose the annual increase in CEO pay over the previous year when compared to the annual increase in the average pay of the entire workforce. However, in contrast to the proposed CEO pay ratio disclosure, currently a company can use a different comparator group of employees in relation to this "annual increase" disclosure if it considers the comparator of all employees inappropriate. The company must then explain why that different group has been chosen.

Before the Government's Green Paper was published in 2016 there had been much discussion about the possibility of the UK introducing a requirement, seen in some other jurisdictions, for a "worker-representative director" to be appointed to company boards. The Green Paper instead proposed that companies should adopt one of three possible "employee/other stakeholder-engagement" mechanisms: 1) certain of a company's existing non-executive directors to be designated as responsible for ensuring that stakeholders' voices are heard by the board, 2) the creation of a stakeholder advisory panel, and 3) the appointment of individual stakeholder representatives to the board.

The Government's 2017 response summarised the various concerns that these possibilities were seen as having, for example their potential to create conflicts of interest, the difficulties of selecting the right individuals to take on this role and the negative impact they could have on the unitary nature of UK boards and their effective functioning. The Government nevertheless decided to ask the FRC to consult on the inclusion in *UK Corporate Governance Code* of a new requirement for premium listed companies to adopt, one of the above three employee-engagement mechanisms.



The Government proposes strengthening the engagement of stakeholders with companies by a number of other related disclosure and guidance measures. Engagement with stakeholders by UK companies is something the *Companies Act 2006* recognises by requiring directors to have regard to the interests of various non-shareholder stakeholders (such as employees and customers and suppliers) when carrying out their primary statutory duty to act in a way that promotes the success of their company (the so-called “section 172 duty”).

A potentially significant reform that is proposed will require private and public companies with at least 1,000 employees to disclose how their directors have complied with their section 172 duty, with regards to employee and other stakeholders’ interests. The Government says that this new requirement will be subject to further consideration and so it is difficult to be certain at this stage how onerous or difficult it may be for companies to provide this sort of disclosure. The Government does, however, say that it envisages that the disclosure would involve explaining how key stakeholders have been identified, how their views have been sought, why the company’s engagement mechanisms were considered appropriate and how the information obtained from them influenced the board’s decision-making.

The Government’s reforms would also require all companies (including private companies) with at least 2,000 employees to disclose their corporate governance regime in their directors’ report and on their website. For private companies with 1,000 (or more) employees this would be in addition to the reporting on how they have discharged their section 172 duty mentioned above. The Government has said that it will also consider extending this requirement to limited liability partnerships.

Whether or not the Government’s package of reforms is likely to be successful needs to be judged alongside the objectives set by the Government. In her introduction to the Green Paper [BEIS, 2016] the Prime Minister Theresa May attributes a broader purpose to corporate governance than previously envisaged, neatly encapsulated in her statement that “for people to retain faith in capitalism and free markets, big business must earn and keep the trust and confidence of their customers, employees and the wider public”. She also talks about the need to “strengthen decision making and accountability” and to “deliver opportunity and choice for all”.

The objective of strengthening decision making and accountability is the reason for the establishment of the current framework of corporate governance twenty-five years ago, as articulated in the Cadbury Report. However, the expectation that corporate governance can prevent, or at least reduce, the sort of behaviour that led to a loss of trust in business, and can restore faith in capitalism and free markets, is arguably wishful thinking.

As far as the need to rebuild trust in business is concerned, this is a very difficult objective to deliver by means of policy. While the proposed changes to the existing governance framework can contribute to an improvement in general standards of business behaviour, and make companies more aware of the impact of their activities on their stakeholders, it is nevertheless not possible to create trust through regulation alone. As noted by Hodges [2017], changes to corporate governance rules can encourage companies and their directors to adopt and display the sort of behaviour that may earn back trust, but this takes time.

In a nutshell, while corporate governance reforms can help to reduce the risk of bad behaviour or poor decision making, it cannot eliminate the factors that cause them. As the Financial Reporting Council noted in its recent report on corporate culture, “while legislation, regulation and codes influence individual and corporate behaviour, they do not ultimately control it” [FRC, 2016, p. 8].

## Conclusions

The UK Government published its response in August 2017 to the Green Paper on corporate governance reform that it issued at the end of November 2016. It intends to implement its reform proposals, so that they apply to accounting periods starting after June 2018, by a mixture of secondary legislation and changes to the *UK Corporate Governance Code* coupled with the preparation of new guidance and certain other initiatives in related areas. Although the Government claims the reforms comprise a “world-leading package of corporate governance reforms,” with the exception of the mandatory reporting of the ratio of CEO pay to the average pay of the company’s UK (not worldwide) workforce and a proposed new *UK Corporate Governance Code* requirement that companies adopt (or explain why they have not adopted) one of three mechanisms for enhancing the voice of the workforce at board level, they largely involve incremental development of existing principles of corporate governance. To that extent, many companies may feel that most of these reforms do not represent a serious challenge to their existing governance processes.

The outcome of the corporate governance recent reform process reflects the reality that politics ultimately dictates what can be achieved. Given the ambitious aim set out by the Government of restoring trust in the capitalist system and free markets, the dilution of the initial headline-grabbing proposals reduces the chances of success and has arguably transformed what may have been a watershed moment for UK corporate governance into business-as-usual.

## References

- Becht M. (2012), *Comply or just Explain?*, in: Financial Reporting Council, *Comply or Explain: 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*.
- Big Innovation Centre (2016), *The Purposeful Company: Interim Report*.
- Brown J.M. (2017), *Pearson chief's pay rose 20% in 2016 despite record loss*, "Financial Times", March 24.
- Business, Energy, and Industrial Strategy (BEIS) Committee (2017), *Report: corporate governance*, House of Commons.
- Deloitte (2017), *Governance in Focus: On the Board Agenda – H2 2017*.
- Department for Business, Energy and Industrial Strategy (BEIS) (2016), *Corporate Governance Reform Green Paper*.
- Department for Business, Energy and Industrial Strategy (BEIS) (2017), *Corporate Governance Reform: The Government Response to the green paper consultation*.
- Department for Trade and Industry (1992), *Report on the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Cadbury Report, December.
- Financial Reporting Council (FRC) (2016) *Corporate Culture and the Role of Boards: Report of Observations*, London, July.
- Financial Services Authority (2009), *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, London, March.
- Haldane A. (2015), *Who Owns a Company?*, Speech at University of Edinburgh Corporate Finance Conference, 22 May 2015.
- Hodge C. (2017), *The Future of Governance: Untangling Corporate Governance*, Institute of Chartered Secretaries and Administrators, London, February.
- Jensen M.C. (1993), *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, "Journal of Finance", Vol. 48, No. 3.
- Jordan C. (2013), *Cadbury twenty years on*. "Villanova Law Review", Vol. 58, No. 1.
- Lawrence M. (2017), *Corporate Governance Reform: Turning Business Towards Long-term Success*, Institute for Public Policy Research.
- Lazonick W. (2014), *Profits without prosperity*, "Harvard Business Review", September.
- Li W., Young S. (2016), *An Analysis of CEO Pay Arrangements and Value Creation for FTSE-350 Companies*, CFA Society of the United Kingdom, 2 December.
- Office of National Statistics (ONS) (2015), *Ownership of UK Quoted shares*, <https://www.ons.gov.uk/economy/investmentpensionsandtrusts/bulletins/ownershipofukquotedshares>.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2016) 'Income distribution and poverty' dataset, <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=IDD>.
- Parker G., O'Connor S. (2016), *Theresa May eyes centre stage with review of 'gig economy'*, "Financial Times", October 1.
- Plender, J. (2012), *A Work in Progress*, in: Financial Reporting Council, *Comply or Explain: 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*.
- Tomorrow's Company* (2016) *UK Business: What's Wrong? What's Next?*
- Veldman J., Wilmott H. (2016), *The cultural grammar of governance: The UK Code of Corporate Governance, reflexivity, and the limits of 'soft' regulation*, "Human Relations", Vol. 69, No. 3.

Walker D. (2009), *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities. Final Recommendations*, (Walker Review), London: HM Treasury.

Wigglesworth R., Foley S. (2016), *Active asset managers knocked by shift to passive strategies*, "Financial Times", 11 April.

Wolf M. (2014), *Opportunist shareholders must embrace commitment*, "Financial Times", 26 August.

## Appendix:

### Timeline of Key changes in UK Corporate Governance Post Financial Crisis

Dates	What changed?	Description	Notes
2007–2008	Global Financial Crisis	Global Financial Crisis precipitated by financial risk-taking, culminating in September 2008 collapse of Lehman Brothers	Review of UK corporate governance commenced in 2009
29 June 2010	2010 UK Corporate Governance Code	Board composition and selection Role of chairman and NEDs Board evaluation Annual re-elevation of directors Business model and significant risks Align performance-related pay to long-term interests	The UK Stewardship Code was launched in July 2010 Guidance on board effectiveness released in 2011
1 October 2012	2012 UK Corporate Governance Code	Fair, balanced and understandable Audit committee reporting: significant issues relating to the financial statements; external audit effectiveness Gender diversity.	Guidance on audit committees
1 October 2014	2014 UK Corporate Governance Code	Clawback and malus provisions Shareholder engagement Longer-term viability statement Ongoing monitoring of risk management and internal control	Guidance on risk management, internal control and related financial and business reporting

Dates	What changed?	Description	Notes
16 June 2016	2016 UK Corporate Governance Code	Minor changes reflecting EU law: Audit committee needs sector competence Advance disclosure of plans to retender the external audit	Updated guidance on audit committees
2016–2017	Corporate Governance Reform and review of the Code	Driven by Government; BEIS Select Committee consultation and report; Government Green Paper; FRC fundamental review of the Code	

Source: [Deloitte, 2017].

## Summary

This paper examines the background to, and describes the main conclusions of, the most recent re-appraisal of UK corporate governance by the UK Parliament and Government in 2016 and 2017. This scrutiny of UK corporate governance followed high-profile corporate governance failings in 2016 alongside frequent press reports of disproportionate executive pay that eroded public trust in business. Set against the backdrop of the decision of the UK electorate to exit from the European Union in the referendum held in June 2016, the attention on the issues of executive pay, the voice of stakeholders and corporate governance in large privately-owned businesses, is indicative of a desire by the UK Government to better prepare UK businesses for a post-Brexit world, as well as to improve public faith in the free market system. The corporate governance reforms proposed by the UK Government in 2017 are not as radical as those initially proposed in 2016 and reflect recent changes in the political climate in the UK that have weakened its authority. Whether the largely incremental changes to corporate governance processes that are proposed achieve the broader aim now attributed to UK corporate governance policy, of improving public trust in business, remains to be seen.

## Keywords

corporate governance, agency theory, executive remuneration, stewardship



**Christopher A. Hartwell\***

## **The Measurement and Impact of Uncertainty**

### **Introduction**

The study of policy uncertainty has increased exponentially across the economics and finance profession as of late, with papers across sub-disciplines finding uniformly that uncertainty has a negative effect on country growth paths. However, the somewhat nebulous term “uncertainty”, and why such uncertainty is of relevance right now, has been only explored at a facile conceptual (if in-depth methodological) level. The purpose of this brief paper is to introduce some conceptual and definitional clarity to the idea of “uncertainty”, spelling out clearly what different facets it entails and how these facets may influence economic variables. Focusing in particular on economic policy and institutional uncertainty, this paper is meant to serve as an introduction to the field but also serve as a call for future research.

### **1. What is Uncertainty?**

The explosion of research on uncertainty, spearheaded by the methodological innovation of Baker et al. [2016], has illuminated how fragile information channels and relationships within modern capitalist economies can be. Indeed, with governments scrambling for policy innovation in the wake of the global financial crisis, and ever-more-bizarre monetary and fiscal schemes proposed, a sense that “the old rules do not apply” has pervaded market sentiment. Coupled with political changes that were unthinkable just five years ago, the sense of security in developed market economies has been breached and businesses and policymakers find themselves in a much more uncertain world.

In order to understand the phenomenon of uncertainty in an economic sense, it is first of crucial importance that we define it correctly as, in reality, there are multiple layers of uncertainty which can affect an economy. In particular, three separate types of uncertainty have the ability to derail economic progress, albeit at differing levels of severity and through different channels of influence.

---

\* PhD, Associate Professor, Department of International Management, Kozminski University, [chartwell@kozminski.edu.pl](mailto:chartwell@kozminski.edu.pl); President, CASE – Center for Social and Economic Research, [christopher.hartwell@case-research.eu](mailto:christopher.hartwell@case-research.eu)

The first layer of uncertainty is one that is familiar to students of political science and international business, and that is the concept of geopolitical uncertainty. Typified in the overall international environment in which an economy operates, geopolitical uncertainty can be characterized by fears over large-scale systemic breakdowns (revolution or civil war) or territorial instability (war or invasion). Seen from an economic standpoint, the threat of war or revolution has specific forms of disruption to an economy, including a cessation of or massive dislocation occurring to trade flows [Balcilar et al., 2017], impacts along a sectoral or company's value chain [Al Fayad, 2016], and/or difficulties in finding finance [Damar, 2007] or labor (due to conscription, crisis, or closed borders). Often these uncertainties are captured in risk premia for certain countries or regions, making the cost of doing business much higher than in a country or region with little geopolitical uncertainty.

The second form of uncertainty, more explicitly concerned with economic channels and the focus of much research of the past five years, is economic policy uncertainty. Less catastrophic than geopolitical uncertainty, economic policy uncertainty is of a similar but different stripe. Whereas geopolitical uncertainty may be the direct result of governmental action (e.g. Russia invading Ukraine), more often than not it comes about from normal diplomacy and international relations and is unpredictable in its origin. On the other hand, economic policy uncertainty is directly linked to governments and is centered on "uncertainty about *who* will make economic policy decisions, *what* economic policy actions will be undertaken and *when*, and the economic effects of policy actions (or inaction)" [Baker et al., 2016].

Uncertainty in this vein is often a second- or third-order effect from political events such as elections or referenda and can occur when there is a divided society and no clear mandate for a particular economic policy course. Following from the insights of the public choice literature, uncertainty can also occur if hard choices are needed in policy (for example, extreme public expenditure cuts to avoid economic catastrophe) but politicians do not want to sacrifice their own careers to make these unpopular decisions [Weaver, 1986].

The final area of uncertainty has been less-explored but perhaps has the most relevance for economies in the longer-term, and that is institutional uncertainty. An issue which came to the fore during the transition process in Central and Eastern Europe and the former Soviet Union, shifts in major institutions necessary for a market economy, including an independent judiciary and property rights, can have major reverberations across all levels of an economy. Given the semi-permanence of institutions,



institutional uncertainty tends to occur only after the largest political changes and so-called “black swan” events (Brexit, the election of US President Barack Obama and the subsequent election of Donald Trump, and the rise of Viktor Orban in Hungary represent such events); alternately, institutions can be eroded over a much longer period of time, with a critical mass of deterioration coming after a particular event but the institutional rot already established.

While the transition process represented a shift towards better property rights and judicial independence, the post-global financial crisis world has seen a rollback of these protections across the world (including in these very same transition economies [Hartwell, 2013]). Such institutional volatility, as a threat to the very “rule of the game,” has substantial implications for long-term growth paths of an economy. In particular, deterioration in fundamental institutions can create financial sector volatility [Hartwell, 2017] or harm the real economy [Brunetti, Weder, 1998] via changes in investment and consumption. While economic policy uncertainty may have short-term consequences, even if policy uncertainty persists over time, institutional uncertainty can alter the fundamental macroeconomic and microeconomic relations within a society, creating dislocations more severe than mere changes in policy.

## **2. Why Does Uncertainty Matter?**

All of these facets of uncertainty are likely to have some impact on the functioning of a nation’s economy, although the channels are differentiated by type of uncertainty and the severity of this impact (as already noted) is also dependent upon which uncertainty is being examined. For the purposes of this paper, I will concentrate on economic policy and institutional uncertainty, as these are most relevant for examining economic effects. Whichever facet of uncertainty is under scrutiny, however, there are at least two common channels in which uncertainty may affect an economy:

- Markets thrive on predictability

Goods, services, and financial markets need not only a sound and predictable institutional framework in which to operate, but also predictable conditions surrounding their operation. When these routines and the overall environment is threatened, distortions such as information asymmetries or transaction costs may accrue or emerge for the first time. Investment, in particular, as a longer-term decision, requires economic and political stability; all of the facets of uncertainty noted above can disrupt this process and create the unpredictability which markets loathe. While one-off uncertainty may merely shift the timing of investment decisions [Stokey, 2016], prolonged uncertainty can have a much more negative impact as needed

investment is continuously delayed [Gulen, Ion, 2016]. This effect would be much more pronounced for small and medium-sized firms, who do not have the internal resources to survive either long bouts of instability or knock-on effects with firm financing [Kang et al., 2014].

This does not mean that, absent economic or institutional uncertainty, markets would remain placid. Of course, volatility and price changes are part and parcel of all markets and especially financial ones, as they provide optimal responses to exogenous shocks and change valuations accordingly. Indeed, every change of economic conditions is a buying opportunity for someone, and thus low levels of volatility are to be expected in any market. However, abnormal volatility, that created artificially by politics rather than by underlying fundamentals, can substantially upset firm planning for the longer-term and or create self-fulfilling prophecies of economic doom and gloom; one need only think of a widely-held perception of economic downturn which leads to low levels of investment, which in turn leads to slower growth in following periods. Uncertainty could be the channel in which such an underdevelopment trap begins.

- Policies can threaten profitability or worse

Beyond the longer-term effect on investment, sudden and abrupt changes in economic policies can create conditions that are inimical to firm profitability in the short- and medium-term. As just noted, uncertainty may curtail lending by financial institutions, thus reducing credit to firms just as it is needed most. Additionally, there is a direct correlation between higher uncertainty and lower returns in capital markets: as Brogaard and Detzel [2015] note, economic policy uncertainty is an important risk factor for US equities, while Arouri et al. [2016] showed that US stock returns are depressed by uncertainty and depressed substantially during substantial policy volatility. These immediate effects of uncertainty may have longer-term ramifications in regard to investment, but they also unnaturally increase turnover and firm exit in the short run, quashing promising business models before they begin.

There also may be a psychological component to uncertainty in the short run; much as was just noted in regard to longer-term underdevelopment traps, in the short-term, increased uncertainty can create irrational responses to each additional piece of macroeconomic or policy news. A large literature exists on market responses to news events, with a near-unanimous agreement on the asymmetric effects of bad news (i.e. bad news generate more volatility and worse results than good news dampens volatility and generates good results). McQueen and Roley [1993] and Garcia [2013] (among others) also note that how news is received is dependent upon prevailing economic conditions; bad news is likely to hurt even more in a recession,

while good news is discounted heavily. In an environment of uncertainty, it is likely that news will be received similarly as in a recession, meaning that news which confirms pessimism will have a greater effect. Depressed consumer sentiment or perception of the economy cannot be helpful for firms or markets.

Finally, in addition to these two common threads, there is another channel via which uncertainty can affect an economy, and that is escalation. In particular, the persistence of economic policy uncertainty, especially when coupled with actual negative macroeconomic news, may have greater consequences than current period uncertainty; more tellingly, economic policy uncertainty may be a harbinger of institutional change, shifting an economy from worries about current policies to the viability of current institutions. Put another way, continued economic policy uncertainty may point to a substantial overhaul of existing institutions; it may also create frustration with the status quo, making a society more willing to take a chance on political and economic leaders who promise radical change. These changes likely would include replacing or threatening existing institutions, not satisfied with their functions or performance.

### **3. Quantifying Uncertainty**

In order to understand the precise effects of the various types of uncertainty, we need to be able to quantify them with some precision. It is in this area that the profession has really excelled in recent years, with various indexes and econometric methods being utilized to proxy for uncertainty. But, as in understanding their effects, there are different quantitative measures to capture the various facets of uncertainty, each with their own strengths and weaknesses.

#### **3.1. Geopolitical uncertainty**

Geopolitical uncertainty may be a type of risk that is removed from normal economic decisions, but it also has been captured in the literature by a broad range of standard macroeconomic indicators. In fact, geopolitical uncertainty, including country-specific risk, likely has the longest pedigree in quantification, with measures such as interest rates and interest rate spreads, exchange rates and degrees of over/undervaluation [Balcilar et al., 2017], and stock market volatility indices (such as the VIX) used to capture these risks; alternately, a combination of these metrics can be used to create a more holistic picture of geopolitical risk, as typified in the political risk rating created by the PRS Group and marketed under the International Country Risk Guide (ICRG).

Beyond these country-specific measures, other more general metrics may be used to attempt to capture global geopolitical uncertainty, including oil

price volatility or other commodity prices (gold being commonly utilized for this purpose, see Starr and Tran [2008]). Finally, news-based indices, more common for economic policy (see next section) have also been crafted for geopolitical risk, with Caldara and Iacoviello [2017] furnishing the most recent example. While it may be difficult to separate geopolitical uncertainty and economic policy uncertainty from macroeconomic variables, targeted news-based indices can help to disentangle one from the other.

### **3.2. Economic policy uncertainty**

Along these lines, the use of news-based indices [Baker et al., 2016] and understanding market reactions to news can show the powerful effects of economic policy uncertainty. The Baker et al., 2016 index, created in 2012 but only published in a peer-reviewed journal in 2016, has become the gold standard of measurement of such uncertainty; using text-search algorithms double-checked by humans, the EPU index attempts to quantify uncertainty via the appearance of keywords in the media. As Baker et al. [2016] note, their index does show correlation with other commonly-utilized metrics for uncertainty (such as the VIX, see Figure 1), but it differentiates itself by focusing on news which specifically relates to economic policy, rather than geopolitics.

Prior to the EPU Index, policy uncertainty tended to be captured in similar macroeconomic indicators as used for geopolitical uncertainty, including interest rate spreads or a composite index put together under the ICRG heading called the “economic risk rating,” which aggregated several macroeconomic variables together. These indicators suffered from being outcome variable-based, however, rather than observing inputs, which, to some extent, the EPU index does. Finally, another still-used approach to policy uncertainty utilizes surveys to understand from market participants themselves the extent of uncertainty, basing uncertainty metrics on forecasts of macroeconomic variables and the divergence amongst these forecasts [Kenyon, Naoi, 2010; Ulrich, 2012]. Unfortunately, as Rich and Tracy [2010] show in relation to inflation forecasts, disagreement does not always proxy well for uncertainty, and thus it perhaps is best to rely on a phalanx of proxies in order to attempt to capture actual uncertainty.

Figure 1. The EPU Index and the VIX



Source: [www.policyuncertainty.com].

### 3.3. Institutional uncertainty

The last and potentially most severe type of uncertainty, institutional uncertainty, is also the least-explored of the three facets in terms of quantification. This too has begun to change in recent years, with a proliferation of both “subjective” indicators, i.e. those created by expert opinion, and “objective” indicators, i.e. outcome variables based on the after-effects of institutional working [Voigt, 2013]. Subjective indicators are perhaps the most widely-used when approaching the question of quantifying institutions, with indices of economic freedom (Heritage Foundation or Fraser Institute), the aforementioned ICRG indicators of rule of law or property rights, the EBRD transition indicators, and Freedom House’s rankings. Objective indicators are more difficult to find, especially in relation to institutions such as judicial independence, but there are some commonly-accepted metrics such as “contract-intensive money” as a measure for property rights; proposed by Clague et al. [1996], contract-intensive money measures the amount of money held within the formal financial system as a percentage of all money, with higher percentages signifying higher property rights.

Finding measures of institutional uncertainty has been a bit more arduous of a task than the mere quantification of institutions, however. The news-based approach of Baker et al. [2016] is less likely to be effective

in capturing changes in institutions than it is for policies; from a practical standpoint, given the semi-permanent nature of institutions, it is difficult to tell when an institution is actually changing, and one is even less likely to find news which separates the institutional change from the policy that creates it). Thus, to meet the challenge, papers such as Brunetti and Weder [1998], Berggren et al. [2012], and Hartwell [2017] have proposed volatility metrics fashioned from the institutional indicators noted above, using coefficients of variance, standard deviations, or other common volatility measures to capture changes in institutions. As with other outcome-based measures, such institutional volatility may not necessarily capture perceptions of uncertainty, nor may it necessarily correlate with uncertainty *per se* (that is, institutional deterioration may be a certainty, not an unknown). But for the moment, these metrics remain an important way for researchers to think about institutional uncertainty and to use it in empirical analyses.

#### **4. (Not a) Conclusion: A Starting Point for Discussion**

The challenge facing economists, and the challenge taken up in some form by the papers in this volume, is to understand that there may be differential effects coming from the various forms of uncertainty noted above. Of the various types of uncertainty, including economic policy uncertainty or institutional uncertainty, which is most harmful? I have ventured a tentative hierarchy in this paper, with institutional uncertainty being more harmful than economic policy uncertainty, but much depends upon the time-frame in question. Similarly, does uncertainty accumulate, or are there time-varying effects of uncertainty? These questions, while crucial for our understanding of uncertainty, are not meant to be answered in this modest paper but instead represents a fruitful research agenda for economists for years to come.

The second important question, one that appears to be true but has not yet undergone careful and methodologically rigorous scrutiny, is, is the world in a “high uncertainty” equilibrium that is set to continue? Larry Summers, in an article for the “Financial Times” in 2013, famously called the low-growth circumstances of the post-global financial world a “new normal.” Part of this world in the era of quantitative easing and zero interest rates has been high levels of economic policy uncertainty, so should we expect more of the same? The interdependence of the two (low growth and high uncertainty) cannot be understated, as uncertainty leads to sub-optimal growth paths, which then engenders its own policy uncertainty. Only a radical event, a dramatic societal shift, or some form of exogenous shock can appear to shake the system from this equilibrium and reduce uncertainty. Is this event on the horizon?

Finally, if we are living in a time of high uncertainty, what could its effect on financial markets worldwide? Efficient markets are very good at pricing in risk and information, reflected in premia and interest rates; is there a conceivable future where financial markets can also price in uncertainty? Preliminary indications of such a future are encouraging, as Kelly et al. [2016] show how options markets tend to accurately price in political events. Uncertainty could also create short-term buying opportunities and better velocity of capital, which may also help in the longer run. However, this approach focuses on the short-term (Kelly et al. [2016] even note that options markets are good for understanding pricing precisely because of their short-term nature), neglecting that longer-term uncertainty would be very hard to incorporate, especially if unexpected. Over longer time horizons, the confidence bounds in the presence of sustained uncertainty would certainly converge to infinity.

In conclusion, the aftermath of the global financial crisis has left policymakers scrambling for new and innovative solutions, but their experimentation may be worse for the patient than the underlying condition, mainly due to the uncertainty that persists. Given the questions mooted here, it is crucial that the economics profession continues its research into the deleterious effects of uncertainty and, importantly, how such uncertainty can be resolved.

## References

- Al Fayad F.S. (2016), *Supply Chain Disruptions and Their Effect on Volatility of Rice Prices in Saudi Arabia*, "International Journal of Marketing Studies", Vol. 8, No. 6.
- Arouri M., Estay C., Rault C., Roubaud D. (2016), *Economic policy uncertainty and stock markets: Long-run evidence from the US*, "Finance Research Letters", Vol. 18, Issue C.
- Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. (2016), *Measuring economic policy uncertainty*, "The Quarterly Journal of Economics", Vol. 131, No. 4.
- Balcilar M., Gupta R., Pierdzioch C., Wohar M.E. (2017), *Do terror attacks affect the dollar-pound exchange rate? A nonparametric causality-in-quantiles analysis*, "The North American Journal of Economics and Finance", Vol. 41.
- Berggren N., Bergh A., Bjørnskov C. (2012), *The growth effects of institutional instability*, "Journal of Institutional Economics", Vol. 8, No. 2.
- Brunetti A., Weder B. (1998), *Investment and institutional uncertainty: a comparative study of different uncertainty measures*, "Review of World Economics", Vol. 134, No. 3.
- Caldara D., Iacoviello M. (2017), *Measuring Geopolitical Risk*, Unpublished working paper, [https://www2.bc.edu/matteo-iacoviello/gpr\\_files/GPR\\_PAPER.pdf](https://www2.bc.edu/matteo-iacoviello/gpr_files/GPR_PAPER.pdf).
- Clague C., Keefer P., Knack S., Olson M. (1996), *Property and contract rights in autocracies and democracies*, "Journal of Economic Growth", Vol. 1, No. 2.

- Damar H.E. (2007), *The effect of the Iraq war on foreign bank lending to the MENA region*, "Emerging Markets Finance and Trade", Vol. 43, No. 5.
- Garcia D. (2013), *Sentiment during recessions*, "The Journal of Finance", Vol. 68, No. 3.
- Gulen H., Ion M. (2016), *Policy uncertainty and corporate investment*, "The Review of Financial Studies", Vol. 29, No. 3.
- Hartwell C.A. (2013), *Institutional Deterioration in Transition Economies: Playing Follow-the-Leader During the Global Financial Crisis?*, "Transition Studies Review", Vol. 20, No. 2.
- Hartwell C.A. (2017), *The impact of institutional volatility on financial volatility in transition economies*, "Journal of Comparative Economics", Vol. 46, No. 2.
- Kelly B., Pástor L., Veronesi P. (2016), *The price of political uncertainty: Theory and evidence from the option market*, "The Journal of Finance", Vol. 71, No. 5.
- Kenyon T., Naoi M. (2010), *Policy uncertainty in hybrid regimes: evidence from firm-level surveys*, "Comparative Political Studies", Vol. 43, No. 4.
- McQueen G., Roley V.V. (1993), *Stock prices, news, and business conditions*, "Review of Financial Studies", Vol. 6, No. 3.
- Rich R., Tracy J. (2010), *The relationships among expected inflation, disagreement, and uncertainty: evidence from matched point and density forecasts*, "The Review of Economics and Statistics", Vol. 92, No. 1.
- Starr M., Tran K. (2008), *Determinants of the physical demand for gold: Evidence from panel data*, "The World Economy", Vol. 31, No. 3.
- Stokey N.L. (2016), *Wait-and-see: Investment options under policy uncertainty*, "Review of Economic Dynamics", Vol. 21.
- Ulrich M. (2012), *Economic policy uncertainty and asset price volatility*. Unpublished manuscript, Department of Economics, Columbia University.
- Voigt S. (2013), *How (not) to measure institutions*, "Journal of Institutional Economics", Vol. 9, No. 1.
- Weaver R.K. (1986), *The politics of blame avoidance*, "Journal of Public Policy", Vol. 6, No. 4.
- [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)

## Summary

The study of policy uncertainty has increased exponentially across the economics and finance profession as of late, with papers across sub-disciplines finding uniformly that uncertainty has a negative effect on country growth paths. However, the somewhat nebulous term "uncertainty", and why such uncertainty is of relevance right now, has been only explored at a facile conceptual (if in-depth methodological) level. The purpose of this brief paper is to introduce some conceptual and definitional clarity to the idea of "uncertainty", spelling out clearly what different facets it entails and how these facets may influence economic variables. Focusing in particular on economic policy and institutional uncertainty, this paper is meant to serve as an introduction to the field but also serve as a call for future research.



Magdalena Jerzemowska\*

Yoji Koyama\*\*

## **How corporate governance weaknesses led to financial distress in Toshiba – some reasons and consequences (a case study)**

### **Introduction**

Toshiba Corporation is a famous Japanese conglomerate dealing in heavy electric machinery, light electric appliances and electronics. It was established, as a result of a merger between Shibaura Seisakusho and Tokyo Denki in 1939, but its roots could be traced back to the 1873. Although it was always called Toshiba, only in 1984 it changed the official name into Toshiba Corporation<sup>1</sup>.

Toshiba Group (having more than two hundred thousand employees), which for years had led the development of the Japanese economy, was not long ago in a critical situation. In spring of 2015 a problem of illegal accounting was revealed, and its President was obliged to resign. As the independent investigation committee (third-party committee) and other specialists pointed out, there was a serious problem with its corporate culture, and the company was requested to implement a drastic reform. In December 2016 it was revealed that Toshiba had a much more serious problem, i.e. an enormous debt, which was incurred by Toshiba's American subsidiary Westinghouse Electric Corporation (WH). Thus Toshiba's nuclear energy business recorded a pretax loss of 700 billion yen in March 2017. It recorded a huge deficit for the first time in its history for two consecutive years. To rescue itself, the corporation was forced to sell the flash memory division, which was the best earner in Toshiba. It was downgraded from the position of a company listed on the First Section of the Tokyo Stock Market to that of the Second Section in August 2017. If the excess of debts is recorded in two consecutive years, this company will be delisted even from the Second Section of the Tokyo Stock Market immediately [*New Listing Guidance*, 2016].

---

\* Professor, Faculty of Management of the University of Gdansk, magdalena.jerzemowska@ug.edu.pl

\*\* Professor Emeritus at Niigata University (Japan)

<sup>1</sup> For Toshiba's history see the following link [[https://www.toshiba.co.jp/worldwide/about/history\\_chronology.html](https://www.toshiba.co.jp/worldwide/about/history_chronology.html)].

When the Stock Exchange has reasons to demand an inquiry concerning corporate information of a listed company (deeming that it is necessary to do so), such listed company shall make an accurate report on an inquiry matters. In 2015 (12 February) Toshiba became the subject of such a disclosure inspection. In order to maintain the highest credibility of the investigation it was conducted by the specially established Independent Investigation Committee. It acted in accordance with the guidelines prescribed by the Japan Federation of Bar Associations, and on the 20-th of July 2015 published the 334 pages Investigation Report. Currently, those matters are regulated by the Principles for Listed Companies Dealing with Corporate Malfeasance, which were released by the Japan Exchange Regulation (the JPX) in early 2016. It is the first document of such kind in the world. It sets out four broad principles that Japanese public companies must follow when investigating suspected cases of corporate misconduct [The JPX Principles, 2017]. The Principles are not legally binding and, as Japan's Corporate Governance Code, are principle-based, and implemented on the "comply or explain" basis. However, the JPX is going to consider the extent to which a company has followed them, when determining penalties and delisting.

The Investigation Report concerning Toshiba characterizes in detail the malfeasances, and when, why and by whom they were committed. What is important, it points out the possible ways of rescuing the company.

The aim of the paper is to show, how the weaknesses in corporate governance led a big company with a long history in the area of electric machinery, to financial distress and fraud. The analysis of the Toshiba case proves usefulness of the J-SOX regulations, especially the Independent Committee's Report, in detecting the causes of this situation. The influence of the scandal on improvement of corporate governance regulations in Japan is pointed out.

## **1. Toshiba's History**

Toshiba Corporation is a huge Japanese conglomerate, consisting of many departments called companies, which produce various products ranging 'from a battery to a nuclear power plant'. Toshiba has a long history (Table 1). For years it had been very influential in business circles, for example, two presidents of Toshiba became Chairman of the Japan Business Federation – called "Prime Minister of the Japanese Business Circle".

Toshiba has been following the classic model of Japanese management by maintaining a close relationship with the government, by adapting its development to the government's policies. The Corporation always has been able to adapt itself well to the situation and requirements of the market.

Japanese companies may choose one of the three main forms of organizational structure under the Companies Act : Company with Kansayaku Board, Company with Three Committees (Nomination, Audit and Remuneration)<sup>2</sup>, or Company with Audit and Supervisory Committee [Company Act, 2012, art. 2; Japan’s Corporate Governance Code, 2015, 4.16]. Toshiba has chosen the less popular form i.e. “Company with Three Committees (Nomination, Audit and Remuneration)”.

**Table 1. History of Toshiba Corporation**

1875	Mr. Hisashige Tanaka, an inventor, started operations.
1882	Tanaka factory was established. Later this became Tokyo Denki.
1893	Shibaura Works was span off.
1930	The company produced and sold electric washing machines for the first time in Japan.
1939	Tokyo Denki, a company famous for lamps, and Shibaura Works, a heavy electric machinery producer, merged to form a new company Tokyo Shibaura Denki.
1949	Mr. Taizo Ishizaka (1986–1975) served as President of Toshiba in the period 1949–1957 and served as Chairman of the Japan Business Federation in the period 1956–1968.
1960	The company produced color television sets for the first time in Japan.
1965	Mr. Toshio Dokoh (1896–1988) took the post of the 6th President of Toshiba. He is known as a restorer of the company. He served as President of the Japan Business Federation (1974–1982). At the Government’s request, he took the post of chairman of the second provisional board of inquiry for administration (Rincho) in 1981.
1985	The company produced laptop computers for the first time in the world.
1991	The company produced NAND type flash memory for the first time in the world.
2006	The company acquired an American company Westinghouse.

Source: Compiled by Yoji Koyama based on various data.

Table 2 presents the Toshiba’s structure of business, which may be considered as one of the reasons for the company’s failure, as it was not successful enough in struggling to remain competitive in the industry. Table 2 shows that the content of Toshiba’s business had substantially changed during the last quarter of century. In the 1990s the personal computer division was the best earner in Toshiba. Then smartphone appeared.

<sup>2</sup> A majority of the members of each committee must be outside directors. Listed Kks (*kabushiki kaisha*) must have one or more independent officers.

Toshiba's personal computer business was gradually becoming unprofitable, and finally this department was closed in March 2017.

**Table 2. Percentage of Various Branches in Toshiba's Total Sale**

1997		2015	
35.8%	Information technology such as computers and medical equipment	26.0%	Nuclear power plant and energy
22.0%	Semiconductor and electronic components	25.9%	Semiconductor and electronic components
18.3%	Electric power and industrial system	22.3%	Infrastructure
17.0%	TV, home appliances, etc.	8.9%	Cash register, printer, etc.
6.9%	Others	16.9%	Computer, TV, information system, etc.

Source: [Asahi Shimbun, 2017].

Looking at sales in 2017, the first place (26.0%) is occupied by construction of nuclear power plants and energy, and the second place, albeit almost the same percentage (25.9%), is occupied by semiconductor and electronic components, followed by infrastructure, etc. Before long, Toshiba came to be overwhelmed by East Asian rivals.

## 2. Problem of illegal Accounting

### 2.1. Revelation of Problem

After whistle-blowing in late January 2015, a section at the Securities and Exchange Surveillance Commission (SESC)<sup>3</sup> (pursuant to Article 26 of the Financial Instruments and Exchange Act, Act No 65, 2006) started an inquiry into the accounting department at Toshiba concerning disclosure inspections of some projects. Following that, self-investigation performed by Toshiba revealed that some matters required a thorough investigation. Therefore The Independent Investigation Committee<sup>4</sup> (IIC) was established and an investigation of the relevant facts was commenced. The Board of Directors appointed the members of the IIC (comprising independent, external experts who do not have any interests in Toshiba) on 8 of May 2015. Such Committee is appointed in serious, potentially

<sup>3</sup> SESC was established as a commission within the Ministry of Finance in July 1992. It is responsible for "ensuring fair transactions in both securities and financial futures markets. It became a commission affiliated to the Financial Services Agency (FSA) in June 1998 when FSA split off from the Ministry of Finance. FSA is the administrative authority in charge of the Financial Instruments and Exchange Law, and the regulation of listed KKs (*kabushiki kaisha*) [www.fsa.go.jp/en/index.html].

<sup>4</sup> In Japan this is called *Daisansha linkai*, which literally means 'the third-party committee'.

company-destroying cases of malfeasance. It is obliged to investigate and publicly report on the misconduct, and by doing so it may rescue, at least to some extent, corporate value and reputation.

That third-party committee<sup>5</sup> conducted an investigation and published a report on the result of it on July 20 in the same year [Investigation Report, 2015]. Immediately after the announcement of the report Mr. Hisao Tanaka, President of Toshiba at that time, as well as three former Presidents who stayed and served at the corporation as advisors, resigned taking responsibility for the illegal accounting. These executives had “systematic” involvement in the improper accounting, and were responsible for the failures in internal controls<sup>6</sup>. In this report the problem with Westinghouse Electric Corporation (WH) was only mentioned, as at that time, the huge debts had not come to the surface yet.

## **2.2. The Independent Committee Report**

The Independent Committee Report concluded that Toshiba committed accounting fraud in order to conceal the real state of its financial difficulties. It explains the methods of accounting fraud as follows.

1. In the infrastructure company<sup>7</sup> prime costs were attributed less than they actually were, sales were inflated and losses were put off to the next period.
2. In the visual products company ‘carry over’ was made: postponing the time of allowance for bad debts and inclusion of costs to later periods. In spite of the fact that the company actually received services of advertisement, physical distribution, etc., it requested the business partners to postpone the issue of bills to the next quarter. In addition, it recorded the costs in the next quarter. Fraud related to inventory appraisal was revealed, prices of products which Toshiba sold to overseas local subsidiaries (FOB prices) were increased at the end of periods.

---

<sup>5</sup> The committee consisted of 4 people with Mr. Koichi Ueda, former chief public prosecutor at Tokyo High Public Prosecutor’s Office as chairman, as well as a lawyer and two certified public accountants. Besides, 18 lawyers and 77 certified public accountants as its supporting staff cooperated with the committee. The investigation was conducted from May 15 through July 20 [Investigation Report, 2015, p. 19–21].

<sup>6</sup> J-SOX – Japan’s Financial Instruments and Exchange Law (the Japanese version of Sarbanes-Oxley Act (SOX)). The standards were introduced by the Business Accounting Council of the Japanese Financial Services Agency on 7 June 2006. It is applicable to companies quoted on Japanese Stock Exchanges and has been effective since fiscal year beginning on 1 April 2008. It introduces strict rules for the internal control of financial reporting in order to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures. Non-compliance with J-SOX could involve criminal litigation, and penalties for company officers [www.eisneramper.com/j-sox-sarbanes-oxley-act].

<sup>7</sup> Each business department within Toshiba Corporation has been called ‘company’.

3. A decrease in cost was included in the account settlement ahead of schedule. For example, Toshiba's company requested panel producers or ODM [Original Design Manufacturing] producers to decrease its purchase price of components. In spite of low certainty of gaining the intended effects, a method of decreasing its purchase price was adopted on the assumption that such effects would be gained.
4. The personal computer company adopted a method of 'Buy-Sell', i.e. this company overstated its profit by selling components to its ODM producer at a price higher than usual.

The Independent Investigation Committee report explains the causes of the occurrence of inappropriate handling of accounting as follows.

1. Pressures from the head office in the face of deteriorating performance. In the pictures company the oversea business had been in a slump since 2007 due to the subprime mortgage financial crisis, etc. In 2011 at the head office meeting the President of Toshiba had repeatedly requested the presidents of companies (business departments) and their accounting directors to accomplish the planned profit as well as the increased targets during the period. It was called 'challenge' in Toshiba corporation. Mere rough estimates, which were originally companies' targeted amounts expected by the head office, had all too soon become targets of absolute necessity within Toshiba corporation. These numerical values were not set from a perspective of a long-term goal but from a perspective of profit maximization in the current term, i.e. the current term profit supremacy.
2. Crime of omission by leaders at the head office based on the current term profit supremacy. It can be judged from contents of reports that Mr. Norio Sasaki, the previous President, noticed the 'carry over' for inflating profits in appearance in the pictures company in November 2011 at the latest and also Mr. Hisao Tanaka, at that time President, noticed it in March 2014 at the latest. Although they should have given instructions to correct such a practice, they had done nothing.
3. A lack of awareness of suitable accounting practices. Inflation of profits in appearance by unsuitable 'carry over' is incompatible with suitable accounting practices.
4. Flaws in internal control in companies, etc.
5. Flaws in internal control in the head office. There were problems in the financial section, managerial inspection section and inspection committee. The chairman of the inspection committee served as CFO from June 2011 through June 2014 and was able to grasp the content of carrying-over in great detail, but from June 2014 when he

became chairman of the inspection committee he had never pointed out inappropriate carrying-over as a problem. The inspection by the accounting auditor was not adequate either. It seems that this was because companies did not provide him with materials or information from which he could sense any implementation of carrying-over and because they devised explanations in order for him not to notice the implementation of carrying-over<sup>8</sup>.

### **2.3. Accounting Practice concerning Business Transactions of Components in the Personal Computer Business**

The method called Channel Stuffing of ODM [Original Design Manufacturing] Parts was intentionally used to overstate the current-period profit in an institutional manner involving certain top management<sup>9</sup> [Investigation Report, p. 242].

Toshiba outsourced the design, development, and production of PC's to overseas ODM. Since 2004 Toshiba Taiwan International Procurement company [TTIP], a 100% subsidiary of Toshiba, was purchasing main components such as memory, HDD, etc. and selling these components to ODM producer. When selling these components to ODM producer, a specific price higher than the purchase price (which was called a 'masking price') was used, because Toshiba was afraid that its purchase price of this component might be leaked to other rival companies. Within the whole Toshiba Corporation the difference between a purchase price from a supplier and a selling price to ODM producer was called 'difference value of masking'. ODM producer, who supplied components, produced personal computers using his own components and delivered finished personal computers to Toshiba through TTIP. Within the whole Toshiba Corporation such transactions had been called 'Buy-Sell transactions'. The current-period profits were overstated by selling a higher volume of parts than the amount required for normal production to ODMs at the end of the quarter (Channel Stuffing of ODM Parts), causing the ODM to hold the inventory, and causing the Masking Difference for those parts to be recognized as the negative

---

<sup>8</sup> For a concise English explanation of Toshiba's case see the following link [<https://www.japantimes.co.jp/news/2015/07/21/national/probe-finds-pressure-management-contributed-toshiba-wrongdoing/#.WbVA1fljbc>].

<sup>9</sup> The inappropriate accounting treatments in the Buy-Sell Transactions consist of two factors: 1) the appropriateness of the accounting treatments to recognize the negative costs of manufactured goods as Masking Difference of Toshiba at the time when parts are supplied to ODMs in a normal parts transaction, and 2) misusing this accounting treatments in overstating the current period profit by selling a higher volume of parts than the amount requiring for normal production to ODMs at the end of the quarter (Channel Stuffing of ODM Parts), causing the ODM to hold the inventory, and causing the Masking Difference for those parts to be recognized as the negative costs of manufactured goods for the quarter [Investigation Report, p. 54].

costs of manufactured goods for that quarter. The Investigation Report analyses these transactions on pages 51–56. They are explained in a following way. Toshiba records an amount equal to the Masking Difference as an account receivable from TTIP so that the Masking Difference can be deducted from the product price when the completed PCs are delivered from TTIP, and simultaneously records profits by deducting costs of manufactured goods. When Toshiba subsequently purchased the completed PC from TTIP, the Masking Difference added by TTIP (the factor of an increase in costs of manufactured goods) offsets the negative amount of costs of manufactured goods recorded at the time of the parts transaction. As a result, the purchased product price becomes a figure from which the Masking Difference has been deducted. Recently, the Masking Difference of parts to be supplied to ODMs was almost five (5) times as TTIP's procurement price.

Since the end of FY 2013, after Hisao Tanaka took over the position as the CEO, the measures to resolve the overstated profit from Channel Stuffing of ODM were considered. As a consequence, from the second quarter of FY 2014 the amount of the overstated profit started to decrease. The Balance of Buy-Sell Profit Recorded was reduced to JPY 39.2 billion in the next quarter.

As a result of enormous amounts of Channel Stuffing of ODM Parts from 2008 until recently, monthly profits in the PC business were in an abnormal state to the extent that the operating profit of the last months of the quarter sometimes exceeded the sales for that month. As a result, the price of the product purchased from ODM producer, had been changed to a price which was deducted as 'difference value of masking'. Lately, the 'difference value of masking' for components supplied to ODM producer amounted to a staggering nearly 5 times the purchasing price of TTIP.

In the first half of Fiscal Year<sup>10</sup> 2008 (from April through September 2008) in the whole of Toshiba there was an increasing fear about poor business performance because of the world economic recession triggered by the subprime mortgage problem. At the quarterly debriefing meeting in July 2008 and the monthly meeting in August Mr. Atsutoshi Nishida, President of Toshiba at that time, requested the PC Company to raise its forecast of operating profit in the first half of FY 2008 by 5 billion yen as its 'challenge'. In response to that request (challenge), in September 2008 the PC Company executed Channel Stuffing of ODM Parts to overstate the profit in September of FY 2008. As a result of these actions the total amount, which is calculated as the quantity of unused Toshiba-supplied

---

<sup>10</sup> In Japan the Fiscal Year starts on April 1 and ends on March 31 next year. Almost all social activities including schools, business, etc. are adjusted to this.



parts held by ODMs (including those subject to normal parts transactions) multiplied by the Masking Difference<sup>11</sup>, was estimated to reach to JPY 14.3 billion at the end of September. This Balance of Buy-Sell Profit Recorded is mostly presumed to be the overstated current-period profit achieved by Channel Stuffing of ODM Parts.

The PC Company continued Channel Stuffing of ODM Parts into the ODM producer. The total profit from its Buy-Sell transactions was estimated to amount to 27.3 billion yen at the end of the first quarter of F Y 2009 (i.e. the end of June 2009) immediately after Mr. Nishida retired from President.

Although President Sasaki, Mr. Nishida's successor, thought that the amount of overstated current-period profit based on Channel Stuffing of ODM Parts should be decreased, in the phase of recession, he strongly requested the PC Company to increase its profit using that method. During the monthly meeting held on September 27, 2012 President Sasaki strongly requested Digital Products & Services (DS) Company to increase its operating profit by 12 billion yen within three days, demanding it report the result of its reconsideration on the next day, i.e. September 28. DS Company reported the result of this reconsideration, explaining that the company would take measures to increase its profit by 11.9 billion yen in total including 'Buy-Sell' of 3.9 billion yen, and carrying over of 6.5 billion yen by the end of September. The Top Management of Toshiba, including President Sasaki, approved the explanation. In this way, at the time of Mr. Sasaki's retirement the total profit through 'Buy-Sell' transactions was estimated to amount 65.4 billion yen.

#### **2.4. Current Profit Supremacy and Strong Pressure to Achieve Targets**

During the period when President Nishida and President Sasaki managed Toshiba Corporation, presidents of companies were especially strongly requested at monthly meetings to be sure to accomplish their budget targets. When they had managed to achieve those targets they were ordered to be sure to accomplish newly raised targets. In this way presidents of companies were under strong pressure to be sure to accomplish the imposed targets on the pretext of 'challenge'. Such 'challenges' were requested at monthly meetings, in the presence of the President, even at the times when only a few days remained till the end of quarters. It was difficult to take measures to achieve a significant amount of profit within the short period of time remaining till the end of the quarter, even

---

<sup>11</sup> The Masking Price was four to eight times Toshiba's original procurement price. Toshiba recorded the Masking Difference for these transactions as an account receivable from TTI and recorded profits by deducting costs of manufactured goods.

making maximum business efforts. Presidents of companies were driven into the situation, in which they had to use inappropriate methods of Channel Stuffing of ODM Parts in order to overstate profits as the only way available to them to achieve the Challenge.

## **2.5. Internal Control in Sections of Toshiba**

### **2.5.1. Financial Section**

In account settlement this section only did put each company's account settlement into a consolidated settlement of accounts and did not check whether each company's accounting practice was suitable. On the contrary, the financial section drafted original plans for 'challenges' at monthly meetings in the presence of President. Moreover, in the current profit supremacy circumstances, it was involved in imposing pressure on each company to be sure to accomplish their targets. What's more in some cases financial managers were aware of the fact that improper accounting practices were being implemented, but did nothing to point it out and correct the problems.

### **2.5.2. Managerial Inspection Section**

As the Managerial Inspection Section was directly controlled by the President of Toshiba Corporation, it could not make any necessary comments about the matters which were contrary to the President's intention. As a consequence, the function of internal control (function of supervision) by the Board of Directors did not work. According to the rules of the Board of Directors, presidents of companies and President of the head office, should report 'performance and situation' during the managing board meetings held for the quarterly account settlement. However, in spite of the fact that there were matters which at the time of the order were expected to incur, and in reality incurred, a loss of tens of billion yen, the investigation committee could not find any evidence that some reports were made on the losses from these crucial matters at the managing board.

### **2.5.3. Internal control function (audit function) of the Audit Committee**

According to the Companies Act (revised in 2014) Toshiba has implemented the Three Committees Model of Business. It turned out, that in the audit committee there was only one full-time member who was in charge of inspection of finance and accounting. Among outside members of the committee nobody had enough expertise in finance and accounting. During the period when improper accounting practices were used, the full-time member of the committee in charge of finance and accounting was an experienced CFO, and it was one of the reasons, why the improper accounting practices could not be detected.

## **2.6. Audit by the accounting auditor**

The control performed by the outside auditor was not sufficient. One of the reasons for this was the intentional manipulation of accounting practices within the company. For example, methods not easy for the accounting auditor to investigate were used, and when the auditing corporation made inquiries and requested materials, the facts were concealed or explained by showing documents, which made up stories different from the truth.

It was very difficult for the outside auditor to verify estimates based on intra-company data prepared by the specialists who were professional accountants. For example, accounting practices based on the criteria of construction progress, were very difficult to be independently evaluated, especially with respect to the reasonableness of the estimates.

The internal control cannot function effectively without the will of the top management to make it work effectively and be supported by related organizations. It was quite difficult for the independent auditor to obtain strong evidence which could overthrow the concealment of facts and making up of stories different from facts.

We would like to add that the Independent Investigation Committee limited its mission as follows: "The purpose of this investigation was to inquire into the fact including the contents, causes, background, etc. about Toshiba's improper accounting practices, and it did not aim at evaluation of the validity of the audit by the auditing corporation which should express its opinion on the financial statements as whole, in other words, it did not aim at examination of whether or not its auditing procedure and its auditing judgement had any problems"<sup>12</sup>.

After having fallen into deficit at the accounting settlement of FY 2015, Toshiba Corporation implemented workforce reduction of 10,000 employees. Toshiba sold the home appliances company and the medical equipment company.

## **3. Launching Nuclear Power Plant Business**

The reason why Toshiba concentrated on nuclear power plant business is that it did 'selection and concentration' of business after recording net loss of 254 billion yen in its account settlement in March 2001 due to the Internet bubble (dot-com bubble). Toshiba's top management decided that social

---

<sup>12</sup> Professor Emeritus Katsuhiko Matsumura at Ritsumeikan University (2017) makes an in-depth analysis (in Japanese) of Toshiba's illegal accounting and points out the limit of the above-mentioned report by the Independent Investigation Committee. He says that there were three points that were omitted in the Report: 1. Fierce rivalry between Mr. Nishida and Mr. Sasaki; 2. Financial health of Toshiba's subsidiary Westinghouse; 3. Responsibility of Shin Nihon Kansa Hojin (New Japan Audit Corporation), which audited Toshiba's account settlement [Matsumura, 2017, p. 6].

infrastructure business, especially medical care and nuclear power plant business, should be the important pillars of its business.

WH was a famous American company in the area of electric machinery. It was acquired by Viacom, a US media conglomerate, in 1999 and became its subsidiary with another name. WH's department of nuclear power plant business inherited the name of WH from its previous parent company. The new WH was sold to BNFL, a British company in nuclear fuel, for US\$ 1.2 billion (estimate). Recklessly enough, Toshiba acquired WH in 2006. According to Asahi Shimbun (March 10, 2017), the bid for WH was in a fierce competition. The competing company was Mitsubishi Heavy Industries, Ltd., which had a partnership with WH. Although a person in charge of negotiations feared that recovery of investment funds would be impossible, President Nishida was aggressive and decided to acquire WH even at a higher price. Its price had soared from 200 to 600 billion yen. Toshiba won a bid for WH with US\$ 5.4 billion, which meant over four times the purchase price when BNFL acquired it.

It is the Japanese Ministry of Economy and Industry (METI) that was behind this scramble. "It persistently repeated 'buy, buy' to Japanese companies", said a person in charge of the negotiations. The Agency for Natural Resources and Energy (an organization affiliated to the METI) decided '*Plan for Nuclear Energy-based Country*' in August 2006 and set a target of promoting export of nuclear power plants by joint efforts of the government and the private sector. Later, this policy became one of the development strategies of Japan as 'a package type of infrastructure export' in which manufacturers sell power plants in cooperation with power companies ["Asahi Shimbun", March 10, 2017].

At that time, as an expression '*Renaissance of Nuclear Energy*' showed, nuclear power plants were again highly praised as countermeasures against global warming and a tight supply-demand situation for energy. Several countries resumed construction of nuclear power plants. Also the USA, where a new construction had been completely stopped since the Three Mile Island accident in 1979, resumed construction of new plants. WH, which became a subsidiary of Toshiba, accepted orders for construction of 10 nuclear power plants in total in China and the USA from 2007. Toshiba decided a mid-term plan in August 2009. President Nishida declared an ambitious target of 33 nuclear power plants by 2015 ["Asahi Shimbun", March 10, 2017].

On March 11, 2011 suddenly the Great East Japan Earthquake and Tsunami occurred, causing the nuclear accident at Fukushima Daiichi Nuclear Power Plant complex. This had drastically changed the environment for Toshiba. In the USA authorities requested power companies to make design

changes and take additional safety measures for nuclear power plants in order to respond to a possible aircraft crash. Strengthened safety regulations and increased construction costs caused a delay in construction of nuclear power plants. A lawsuit battle began between WH and a construction company over the problem of which should bear the additional cost for the construction of 4 power plants which WH dealt with in the USA. As WH was afraid that the trouble might come to the surface, it acquired this construction company in October 2015. This acquisition brought a fatal result to Toshiba, which was obliged to appropriate a loss of over 700 billion yen at the end of FY 2015. Toshiba Corporation, as its parent company, gave WH debt guarantee of about 800 billion yen. There was a possibility that Toshiba's loss would increase to a trillion yen due to WH's filing for bankruptcy. In spite of such a delicate situation, at a briefing session held in Japan in November 2015, Toshiba aggressively announced a plan aiming to order acceptance of 64 nuclear power plants in the coming 15 years, while concealing that its nuclear power plant business may incur a loss.

In 2017, however, Toshiba finally decided to withdraw from its overseas projects by the sale of part of its stake in WH. In order to shutdown risk in the overseas nuclear energy business, it aimed to exclude WH from its list of consolidated subsidiaries by decreasing its stake in WH from 87% to less than 50%. WH filed for Chapter 11 of the U.S. Code – Bankruptcy on March 29, 2017.

Toshiba's equity capital was over a trillion yen as of the end of March 2015, when the problem of illegal accounting had not yet been revealed, but it had decreased to about 360 billion yen at the end of September 2016. As of the end of March 2017 liabilities exceeded its assets by 650 billion yen. This was the first excess of debts at the end of term since 1962 when the consolidated settlement of accounts began to be disclosed ["Asahi Shimbun", April 1, 2017]. This miserable situation forced Toshiba's top management to decide to overcome the excess of debts by selling the semiconductor business. 'Toshiba Memory' company had a Yokkaichi factory where 5,800 employees were working, and its main product 'flash memory' had been the best earner in Toshiba. Nevertheless, in order to overcome the excess of debts this excellent company was going to be separated from Toshiba. Top management of Toshiba was expecting to obtain profit on a sale of over a trillion yen.

In March 2017 Toshiba was scheduled to disclose its financial accounts report, but it was obliged to postpone the disclosure two times. At last on April 17, 2017 Toshiba disclosed its financial accounts report, but this time it was disclosed without any opinion (a kind of guarantee) of PWC, an auditing corporation which had been in charge of Toshiba by a contract.

This was an unprecedented situation. The top management had been strongly criticized, and 11 trust banks were filing lawsuits for damages against Toshiba.

The business value of “Toshiba Memory” was estimated 2 trillion yen. Purchase of more than half of this amount was a condition for entry into the open bid. It was not easy for a company alone to prepare necessary funds, therefore there was a possibility that multiple companies will cooperate for this. More than 10 companies, including overseas major semiconductor manufactures and investment funds, were interested in it. A leader of the Japanese business community expressed concerns saying, “it would be a serious problem that technology and talented people, the nucleus of Japan, would flow out of the country” (Mr. Sadayuki Sakakibara, the chairperson of the Japan Business Federation, at a press conference in March 2017) [“Asahi Shimbun”, April 17, 2017]. The Japanese Government was also afraid of an outflow of technology and was prepared to request Toshiba to stop the sale of the semiconductor business depending on whom it was to be sold.

However, in September 2017, Toshiba Corporation made a contract on selling Toshiba Memory, its subsidiary earning 90% of the total operational profit, with a corporate alliance [syndicate] of Japan, USA and South Korea with Bain Capital, a US investment fund, as a leader. Then the contract had been under screening by competition authorities of related countries. Originally Toshiba Corporation planned to finish the transfer by the end of March 2018, but the transfer was delayed because Toshiba Corporation could not get approval by the Chinese competition authorities. The Chinese authorities finally approved the transaction on 17 of May, and Toshiba Memory was sold on June 1, 2018 for two trillion yen in total as planned.

Also, Toshiba Corporation succeeded in its capital increase in December 2017 and it became able to solve the excess of debts problem. Thus, the financial situation of Toshiba Corporation has completely changed. The profit on sale is currently about a trillion yen. It is forecasted that the shareholders’ capital will be 1.87 trillion yen and its proportion will rapidly increase to 40% as of the end of March 2019.

## **Conclusions**

The Investigation Report prepared by the Independent Investigation Committee (Third-Party Committee) created by Toshiba presents information concerning the kinds of malfeasance, time, reasons and methods of their commitment, as well as persons responsible for breaking the laws and regulations. It may be said that, the document prepared by the outside,

independent specialists, enabled working out a rescue plan for the corporation. At a press conference President Tsunakawa said that the poor situation of Toshiba was caused by problems in communication and governance. Mr. Hiroshi Ando, President of the company New Horizon Capital which had dealt with rehabilitation of many companies, explained Toshiba's problem as follows. "As Toshiba Corporation organized the nomination committee and actively appointed outside directors earlier than many other companies, it has been in appearance an honor student in corporate governance. In reality, however, it was different. Retired Presidents had often been involved in the process of selecting new President. There were widespread 'challenges' in which bosses requested their subordinates to accomplish unattainable targets. It is necessary for Toshiba to change its corporate culture in which subordinates cannot express their frank opinions to their bosses" ["Asahi Shimbun", May 3, 2017]. Similar views could be heard.

The problems of Toshiba were also connected with bad management and lack of prudence. It was the consequence of a weak board, bad structure of it, and lack of adequate competences of its members, who were mostly dependent directors. Toshiba's top management had lacked a long-term vision for a transformation of industrial structure in the world economy, i.e. a transformation from nuclear energy to clean and renewable energy. Therefore, they easily followed the recommendations of the Japanese Government's METI. If they had a sound vision for the future they would not have followed such a recommendation. The weak supervision and internal control should be mentioned among the factors responsible for the financial distress of Toshiba and deteriorating the quality of corporate governance<sup>13</sup>. Toshiba was accused of derogating good practices of corporate governance and also its Code of Conduct that served the interests of stakeholders and required sound and ethical business activities.

The tendencies pointed out by Mr. Ando are often found in many, albeit not all, companies, public offices and other organizations. According to the Japanese corporate culture, an important determinant of corporate governance, 'employees cannot act contrary to the intent of superiors. Vertically-structured society, which has been historically inherited from old times to the present Japan [Nakane, 1970] will not change soon, but the younger generations are required to change it. In addition

<sup>13</sup> Mr. Nobuaki Kurumadani aged 60, following the request of the nomination committee, took office of chairman of the board of directors and CEO of Toshiba Corporation in April 1, 2018. He had served as vice president of Mitsui Sumitomo Bank and chairman of CVC Capital Partners, a British Investment Fund. It was also decided that Mr. Tsunakawa remained in office as President and COO, Mr. Kurumadani was responsible for medium and long-term managerial strategies and Mr. Tsunakawa was responsible for business operation.

to the old-fashioned corporate culture and traditions mentioned above, illegal accounting, which might jeopardize the continuation of the Corporation, can be viewed as a consequence of market pressure and profit supremacy in the world economy, where neoliberalism has become the mainstream. That orientation may depict the cultural changes that have taken place in Japan since the end of the WW II. It is possible to formulate a general conclusion, that the malfeasances in Toshiba may stem from lack of experience (understanding) in mixing the traditional Japanese corporate culture with the Internal Americanization taking place lately in the business environment in Japan.

It should be underlined that the analysis and the conclusions formulated by the Third Party Committee proved to be very credible and fair, and helped Toshiba to restore its good financial health. As it was mentioned above, the company received antitrust clearance from China in May 2018 for the \$18bn sale of its memory chip business to Bain Capital. According to the Financial Times, this gives “the green light to one of the biggest private equity deals since the global financial crisis” [Financial Times, 2018].

Finally, we would like to note that Japan constantly, and even revolutionary since 2014, improves its corporate governance by updating the hard and soft laws, and introducing new ones, orientated towards American regulations.

The Toshiba scandal has played a crucial role in inducing the preparation of new regulations and amendments of the ones currently being in force. The change of the Companies Act 2014 caused the necessity of updating the two very important documents creating regulatory framework, i.e. 2015 Financial Instruments and Exchange Act, and Japanese Corporate Governance Code (1.06. 2015). In July 2015 Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry (METI) issued guidance for companies on complying with Japanese and other foreign anti-bribery laws, which were supplemented by the “Guidance” worked out by Japan Federation of Bar Associations (JFBA). They clarify certain aspects of Japan’s foreign anti-bribery laws, as well as guidance on foreign risk management issued by the Small and Medium Enterprise Agency [Hough, Yakura, 2016]. The JFBA Guidance takes into account *Japan’s Unfair Competition Prevention Act (UCPA)* and foreign bribery laws such as the *United States’ Foreign Corrupt Practices Act (FCPA)* as well as *United Kingdom’s Bribery Act 2010 (UKBA)*. In February 2014, the FSA released Japan’s Stewardship Code. It is modeled upon the U.K. Stewardship Code, and follows a “comply or explain” approach. The Act concerning whistleblowers (2004) should not be forgotten as well.

We would like to add that Toshiba’s malfeasances have urged JPX (Japan Exchange Group including Tokyo Stock Exchange, Osaka Stock Exchange,



etc.) to work out and release a document the Principles for Listed Companies Dealing with Corporate Malfeasance in 2016. It sets out four broad principles – 1. Ascertain Fundamental Cause of Malfeasance. 2. Establish Independent Neutral and Expert Third-Party Investigation Committee. 3. Promptly Implement Effective Remedial Measures. 4. Prompt and Appropriate Information Disclosure. As Shiozaki, Coney and Suzuki (2016) say, “the Principles appear to be the first example of a national stock exchange setting out specific guidelines on how a corporation should behave when faced with a corporate scandal”, and will be very useful in promoting high quality corporate governance in Japan.

Thus, the weaknesses of corporate governance were responsible for the very poor state of the Toshiba Corporation, but improvement of its quality is enabling rescuing the company.

## References

- “Asahi Shimbun” [Asahi Newspaper] (2017), March 10, April 1, April 3, April 17.
- Companies Act of Japan (2005, 26 July, act No 86), [http://www.wipo.int/wipolex/en/text.jsp?file\\_id=338223#A1](http://www.wipo.int/wipolex/en/text.jsp?file_id=338223#A1).
- “Financial Times” (2018), May 17.
- Financial Instruments and Exchange Act, Act No 65 (2006), <https://www.fsa.go.jp/en/policy/fiel/>.
- Hough J.E., Yakura Ch. (2016), Japan Bar Association Issues New Anticorruption Compliance Guidelines, <https://media2.mofo.com/documents/160829-japan-anticorruption-guidelines.pdf>.
- Investigation Report, Summary Version (2015), Independent Investigation Committee For Toshiba Corporation, 20 July, <https://nowy.tlen.pl/d/#/mails/?label=1>.
- Japan’s Corporate Governance Code. Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid- to Long-Term* (2015), Tokyo Stock Exchange, 1 June. <http://www.jpx.co.jp/english/equities/listing/cg/tvdivq-0000008jdy-att/20150513.pdf>.
- JPX Principles: Japan’s new road map for companies conducting internal investigations* (2016), Nagashima Ohno &Tsunematsu, NO&T Japan Legal Update no 7, November [https://www.noandt.com/en/publications/newsletter/documents/japan\\_no07.pdf](https://www.noandt.com/en/publications/newsletter/documents/japan_no07.pdf).
- Japan’s Stewardship Code (2017), The Council of Experts on the Stewardship Code May 29, <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20170529/01.pdf>
- Matsumura K. (2017), *Toshiba Fusei Kaikei Jiken ha naze okottanoka* [Why has Toshiba’s Illegal Accounting Scandal occurred?], Shohken Keizai Gakkai Nenpoh [Annals of Society for the Economic Studies of Securities], No. 51, Separate Volume.
- Nakane Ch. (1970), *Human Relations in Vertical Society: Theory of Mono-Society Japanese Society*, Weidenfeld & Nicolson, London.

*New Listing Guidance for Foreign Companies* (2016), Tokyo Stock Exchange, <http://www.jpx.co.jp/equities/listing-on-tse/new/guide/tvdivq0000002h72-att/tvdivq000000v5rn.pdf>.

“Nihon Keizai Shimbun” [Japanese Economic Newspaper] (2017), 3, April.

*The JPX Principles: Japan’s new road map for companies conducting internal investigations* (2015) NO&T Japan Legal Update, [https://www.noandt.com/en/publications/newsletter/documents/japan\\_no07.pdf](https://www.noandt.com/en/publications/newsletter/documents/japan_no07.pdf).

Shiozaki A., Coney P., Suzuki A. (2016), *New plea bargaining system: a new compliance risk for companies with operations in Japan?*, International Law Office Online Newsletter “White Collar Crime-Japan”, Globe Business Publishing Ltd <http://www.noandt.com/data/book/index/id/15708/>.

Toshiba Corporation and the Third-Party Committee (2015), *Chosa Hokokusho [Report on the Result of Investigation]* (in Japanese).

Whistleblower Protection Act No. 122 of 2004 <http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/hourei/data/WPA.pdf>.

## Summary

The aim of the paper is to show how weaknesses in corporate governance, corporate culture and communication led Toshiba Corporation to commit accounting fraud and led the company into financial distress. The Investigation Report prepared by Toshiba’s Independent Investigation Committee reveals the kinds of malfeasances, the methods used, the reasons for their use, and persons responsible for them. This document enabled the working out of a rescue plan for the company.

The Toshiba scandal played a crucial role in the introduction of new regulations, and amendments to the ones in force, oriented towards improving the quality of corporate governance in Japan. The most important of them were mentioned, among them, the document (the first in the world) entitled Principles for Listed Companies Dealing with Corporate Malfeasance (JPX, 2016). It contains best practices that Japanese public companies must follow when investigating suspected cases of corporate misconduct.

The analysis and the conclusions included in the document helped Toshiba to solve its problems, and restore good financial health.

## Keywords

regulations, corporate governance, malfeasances, Toshiba

Agata Adamska\*

Leszek Bohdanowicz\*\*

Jacek Gad\*\*\*

## Implementacja zmian prawa dotyczących rad nadzorczych w spółkach publicznych w Polsce

### Wstęp

Modyfikacja instytucji formalnych za pomocą zmian norm prawnych niesie ze sobą ryzyko regulacyjne, rozumiane jako zagrożenie brakiem osiągnięcia celów regulacji [OECD, 2010, s. 51]. Przyczyn braku ich osiągnięcia można upatrywać m.in. w niezgodnej z oczekiwaniami reakcji podmiotów podlegających prawu, wynikającej bądź z nieznamośności zmian, bądź z braku ich akceptacji lub niemożności dostosowania się ze względu na brak wystarczających zasobów czy zbyt krótki czas *vacatio legis*. Każdorazowo przy ustanawianiu nowych reguł lub modyfikacji istniejących regulatorzy stają zatem przed problemem oceny skuteczności swoich działań. Może się ona odbywać zarówno w ujęciu *ex ante*, jak i *ex post*, a jej elementem może być analiza proponowanych rozwiązań w kontekście istniejącego w danym miejscu i czasie otoczenia instytucjonalnego. Ocena *ex ante* obejmowałaby w takiej sytuacji stopień dopasowania tych rozwiązań do dotychczasowych ram instytucjonalnych, co pozwalałoby wyeliminować propozycje ewidentnie wykraczające poza te ramy, a zatem trudne do skutecznej implementacji, ocena *ex post* dotyczyłaby natomiast stanu po wprowadzeniu regulacji i odnosiłaby się do osiągnięcia, lub nie, jej celów.

Artykuł mieści się w obrębie tego drugiego podejścia. Jego celem jest zbadanie stopnia implementacji przez spółki publiczne zmian prawa wprowadzonych w Polsce w latach 2008–2009 dotyczących obowiązku powoływania w radach nadzorczych komitetów audytu. Powyższe zmiany stanowiły unikalną okazję do zidentyfikowania reakcji spółek publicznych na przeniesienie określonej regulacji, w niezmiennym istotnie zakresie, z dobrych praktyk do aktu prawnego o randze ustawy.

---

\* Prof. SGH dr hab., Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, agata.adamska@sgh.waw.pl

\*\* Dr hab., Katedra Finansów i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, ul. Matejki 22/26, 90-237 Łódź, lbohdan@uni.lodz.pl

\*\*\* Dr, Katedra Rachunkowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki, ul. Matejki 22/26, 90-237 Łódź, jgad@uni.lodz.pl

Artykuł składa się z czterech części. W pierwszej zaprezentowano zmiany prawa jako modyfikację instytucji formalnych. Analiza tego zagadnienia osadzona została w nurcie nowej ekonomii instytucjonalnej. Druga część artykułu zawiera genezę regulacji, których implementacja była przedmiotem badania, obejmujących w szczególności zwiększenie zakresu odpowiedzialności członków rad nadzorczych za sprawozdania finansowe i sprawozdania z działalności oraz dotyczących tworzenia komitetów audytu, mających pomagać w wywiązywaniu się z tej sfery odpowiedzialności. W trzeciej części artykułu przedstawione zostały wyniki badań empirycznych, obrazujące reakcję spółek publicznych na zmiany prawa w ww. zakresie. Badaniem objęto 395 spółek. Ramy czasowe badania to lata 2008–2011. Całość tekstu wieńczy zakończenie, w którym zawarto wnioski płynące z przeprowadzonych analiz.

## **1. Zmiany prawa jako modyfikacja instytucji formalnych**

Pogląd o istotnej roli instytucji w funkcjonowaniu społeczeństw jest powszechnie podzielany przez instytucjonalistów. W różnorodnych definicjach instytucji zwraca się m.in. uwagę, że instytucje to milcząco przyjmowany wzorzec interakcji społecznych, wyrażający zrozumienie zasad, które każdy uczestnik zna i podziela [Aoki, 2007], że stanowią normy współżycia społecznego, pozwalające rozwiązywać konflikty interesów [Ostrom, 1990, s. 51], ale także stwarzają ograniczenia ludzkich zachowań, występując w formie reguł i regulacji [North, 1984, s. 9]. Instytucje są w różny sposób klasyfikowane, z uwzględnieniem stopnia ich trwałości, złożoności czy sposobu powstawania. Najprostszy podział obejmuje instytucje formalne i nieformalne, których zespół istniejący w danym czasie i miejscu określany jest mianem matrycy instytucjonalnej [North, 1990, s. 7]. Matryca instytucjonalna może być postrzegana m.in. jako układ, w którym instytucje podstawowe nakładają ograniczenia na instytucje bardziej szczegółowe, te zaś z kolei oddziałują na instytucje ogólniejsze na zasadzie sprzężenia zwrotnego. W takim ujęciu można wyróżnić cztery poziomy instytucji: zakorzenione w kulturze instytucje nieformalne (tradycje, zwyczaje, normy, religia), formalne reguły gry (w tym prawa własności), instytucje zapewniające porządek strukturalny (w tym reguły ładu korporacyjnego) oraz instytucje tworzące krańcowe warunki działania (mechanizmy alokacyjne) [Williamson, 2000, s. 597].

Przedstawiona hierarchia uwzględnia zakres oddziaływania instytucji, sposób ich kształtowania, a także podatność na zmiany w czasie. Zmiana instytucji nieformalnych wymaga długiego okresu (rzędu kilkuset lat), na zmianę formalnych reguł potrzebny jest okres znacznie krótszy (około kilkudziesięciu lat), dopasowanie struktur zarządzania trwa kilka lat,

a mechanizmy alokacyjne podlegają ciągłemu przekształcaniu i dostosowywaniu. W analizie uwzględniającej poszczególne poziomy instytucji ważny jest jednak nie tylko stopień elastyczności tych instytucji, ale także przyczyny, dla których podlegają one zmianom. Zmiany te mogą być wywoływane zarówno działaniami ludzi czy organizacji, jak i oddziaływaniami innych instytucji, przy czym wpływ ten jest różny w odniesieniu do różnych poziomów instytucjonalnych. Zmiana jednej instytucji wywołuje zmiany adaptacyjne lub kompensacyjne pozostałych, tworząc nowy układ zależności w obrębie matrycy instytucjonalnej. Zatem możliwość dowolnego kształtowania struktury instytucjonalnej, np. w drodze regulacji, jest ograniczona. Zmiana regulacji oznacza bowiem próbę wywierania wpływu na kształt instytucji formalnych, te zaś leżą na niższym szczeblu i są zależne od instytucji nieformalnych formujących się w sposób spontaniczny i jednocześnie tworzących kontekst dla instytucji na pozostałych szczeblach matrycy.

Próby wprowadzania zmian instytucji formalnych poprzez tworzenie nowych lub modyfikowanie istniejących norm prawnych są jednak podejmowane. Mają one służyć uporządkowaniu instytucji „w taki sposób, aby w danych warunkach uzyskać potencjalnie największy dynamizm gospodarczy” [Flejterski, Solarz, 2015, s. 77]. Osiągnięcie takiego stanu zależy jednak nie tylko od kształtu nowych rozwiązań, ale także od internalizacji norm prawnych, bowiem „jeżeli działania ludzi nie będą zgodne z obowiązującymi regułami, to ład instytucjonalny będzie istniał tylko na papierze” [Matysiak, 2006, s. 40]. Wystąpienie takiej sytuacji oznacza, że cele regulacji nie zostają osiągnięte, a tym samym materializuje się ryzyko regulacyjne.

Jedną z przyczyn braku internalizacji danej regulacji może być zaczerpnięcie jej wzorca z instytucji wypracowanej w ramach innego otoczenia instytucjonalnego. Lokalne różnice w przebiegu ścieżek zależności doprowadziły do zróżnicowania w obrębie występujących na świecie matryc instytucjonalnych, które utrzymuje się pomimo wielu trendów wymuszających częściową konwergencję tych systemów [Morck, Yeung, 2009; Davies, Schlitzer, 2008]. To powoduje, że różnego rodzaju „przeszczepy”, polegające na przenoszeniu rozwiązań między systemami, nie zawsze są skuteczne. Aby ocenić, czy zmodyfikowana instytucja formalna została inkorporowana do matrycy instytucjonalnej zgodnie z intencją regulatora, czy też – ze względu na brak harmonizacji z instytucjami nieformalnymi i innymi formalnymi – stała się dysfunkcyjna, należy przeprowadzić analizę jej zakorzenienia się w otoczeniu instytucjonalnym. Przykład takiej zmiany instytucji formalnych dokonanej na gruncie *corporate governance* stanowi wprowadzenie modyfikacji dotyczących zakresu odpowiedzialności członków rad nadzorczych za finansowe i niefinansowe sprawozdania spółek oraz tworzenia komitetów audytu.

## **2. Zmiany prawa dotyczące funkcjonowania rad nadzorczych jako konsekwencje globalnej modernizacji ładu korporacyjnego**

Początek XXI wieku stanowił swego rodzaju punkt zwrotny jeżeli chodzi o funkcjonowanie ładu korporacyjnego. Skandale finansowe w Stanach Zjednoczonych oraz w krajach Unii Europejskiej wstrząsnęły światem i obnażyły słabość mechanizmów ładu korporacyjnego. Jak zauważono w literaturze, upadek Enronu ujawnił, że każdy element infrastruktury amerykańskiego rynku kapitałowego był dysfunkcyjny: sprawozdania finansowe spółek nie zawierały prawdziwych informacji, biegli rewidenci patrzyli na wszystko z pobłażaniem, prawnicy spiskowali, agencje ratingowe „spały”, a działania organów regulacyjnych były nieadekwatne [US Crisis of Confidence, 2002, s. 24].

Skandale finansowe stały się kołem zamachowym działań legislacyjnych zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie [Clarke, 2015; Bauwhede, Willekens, 2008; Hoitash i inni, 2009]. W Stanach Zjednoczonych kluczową inicjatywą na rzecz modernizacji ładu korporacyjnego była uchwalona w 2002 r. ustawa Sarbanes-Oxley. W sekcji 302 tej ustawy podkreślono m.in. osobistą odpowiedzialność osób podpisujących sprawozdanie finansowe za rzetelność danych ujawnianych w sprawozdaniach finansowych oraz w innych raportach towarzyszących sprawozdaniom finansowym. Był to swego rodzaju przełom w funkcjonowaniu amerykańskich spółek giełdowych – od momentu wejścia w życie tych postanowień dyrektorzy tych spółek nie mogą powoływać się na brak wiedzy jako wytłumaczenie niepoprawnych bądź nierzetelnych sprawozdań finansowych.

Wytyczne ustawy Sarbanes-Oxley stały się inspiracją dla zespołu kierowanego przez J. Wintera, który w 2002 r., na zlecenie Komisji Europejskiej oraz ECOFIN, przygotował raport dotyczący zmian w obszarze europejskiego prawa spółek [Winter i inni, 2002]. Rekomendacje zespołu Wintera miały fundamentalny wpływ na kolejne inicjatywy w zakresie prawa spółek oraz ładu korporacyjnego [Horn, 2012, s. 96]. Sugestie sformułowane w raporcie Wintera znalazły odzwierciedlenie w opracowanym w 2003 r. dokumencie *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward* (Unowocześnienie prawa spółek i doskonalenie ładu korporacyjnego w ramach Unii Europejskiej – plan działań). W ramach tego planu jednym z działań stało się wprowadzenie wspólnej odpowiedzialności członków zarządu i członków rady za sprawozdanie finansowe oraz sprawozdanie z działalności (zawierające m.in. informacje na temat ładu korporacyjnego). W planie tym przyjęto, że działający w ramach rady nadzorczej komitet audytu powinien pełnić kluczową rolę w nadzorowaniu działań związanych z audytem, zarówno zewnętrznym, jak i wewnętrznym [Modernising Company Law..., s. 16].

Zapisy Planu działań zostały zaimplementowane m.in. za sprawą dyrektywy 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. oraz dyrektywy 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r. do prawa Unii Europejskiej. Państwa UE zostały zobowiązane do zaimplementowania postanowień powyższych dyrektyw do własnego porządku prawnego odpowiednio najpóźniej do 5 września 2008 r. oraz 29 czerwca 2008 r.

W Polsce w marcu 2008 r., na mocy dyrektywy 2006/46/WE, uzupełniono ustawę o rachunkowości o art. 4a, zgodnie z którym począwszy od roku 2008 zarząd oraz członkowie rady nadzorczej odpowiadają za zgodność sprawozdań finansowych i sprawozdań z działalności z powyższą ustawą (ewentualnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej, jeżeli są stosowane). Należy zauważyć, że przed 2008 r. odpowiedzialność rad nadzorczych za sprawozdania finansowe wynikała z art. 382 § 2 Kodeksu spółek handlowych, który wskazywał, że do obowiązków rady nadzorczej należy m.in. ocena rocznego sprawozdania finansowego i sprawozdania z działalności zarządu w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym. Wydaje się, że odpowiedzialność wynikająca z Kodeksu spółek handlowych, mająca raczej charakter formalny, różni się od odpowiedzialności wynikającej z ustawy o rachunkowości, która co prawda ma również charakter „formalny”, ale oprócz tego można ją określić mianem odpowiedzialności merytorycznej [Walińska, Gad, 2012, s. 206–207].

Zalecenie, by w ramach rad nadzorczych funkcjonował komitet audytu wynikało z Dobrych praktyk w spółkach publicznych 2005, w których wskazano, że regulamin działania rad nadzorczych powinien przewidywać powołanie co najmniej dwóch komitetów, tj. komitetu audytu oraz komitetu wynagrodzeń. W 2007 r. „miękkie prawo” uzupełniono o sugestię, że w zakresie zadań i funkcjonowania komitetów działających w radzie nadzorczej powinien być stosowany Załącznik I do Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej) [Dobre praktyki spółek notowanych na GPW, 2007].

W roku 2009 za sprawą dyrektywy 2006/43/WE zalecenie dotyczące tworzenia komitetów audytu zostało zaimplementowane do „twardego prawa”, tj. do ustawy o biegłych rewidentach. Rok później zalecenie to zostało wycofane z „miękkiego prawa”, tj. Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW (2010). Ustawa o biegłych rewidentach zobowiązała jednostki zainteresowania publicznego do utworzenia komitetu audytu, którego członkowie powinni być powoływani spośród członków rady nadzorczej. W jednostkach, w których rada nadzorcza składa się z nie więcej

niż pięciu członków, zadania komitetu audytu mogą zostać powierzone całej radzie nadzorczej. W skład komitetu audytu wchodzi co najmniej trzech członków, w tym przynajmniej jeden członek powinien spełniać warunki niezależności (określone w art. 56 ust. 3 pkt 1, 3, 5 ustawy o biegłych rewidentach) i posiadać kwalifikacje w dziedzinie rachunkowości lub rewizji finansowej. Do zadań komitetu audytu należy m.in. monitorowanie procesu sprawozdawczości finansowej [ustawa, 2009].

W kontekście przedstawionych zmian norm prawnych kluczowe jest pytanie, czy wpłynęły one na praktykę ładu korporacyjnego w spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie, w szczególności na rozpowszechnienie powoływania w nich komitetów audytu. W celu odpowiedzi na to pytanie przeprowadzono badanie, które pozwoliło na zweryfikowanie takich kwestii, jak zmiany częstości powoływania komitetów audytu oraz zmiany liczebności rad nadzorczych na przestrzeni analizowanych lat<sup>1</sup>.

### **3. Zmiany w strukturze rad nadzorczych w spółkach publicznych w Polsce**

W skład próby badawczej weszły spółki notowane na rynku regulowanym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2011. Po usunięciu braków danych otrzymano 1364 obserwacji na temat 395 spółek. Dane na temat liczebności rad nadzorczych oraz wyodrębnienia w ramach tych organów komitetów audytu pochodziły ze: sprawozdań rad nadzorczych, oświadczeń o stosowaniu dobrych praktyk ładu korporacyjnego oraz sprawozdań z działalności zarządów. Wszystkie pomiary były dokonywane na koniec roku obrotowego. Przyjęty okres badawczy wynikał z faktu, iż przed rokiem 2009 spółki publiczne były zobowiązane do powołania komitetu audytu na mocy dobrych praktyk, natomiast od roku 2009 obowiązek ten wynikał z ustawy o biegłych rewidentach. Komitet audytu był rozumiany jako wyodrębniona z rady nadzorczej jednostka składająca się z mniejszej liczby członków niż rada nadzorcza. Nie uwzględniano zatem przypadków, gdy spółka ogłaszała, iż powołała komitet audytu, ale w jego skład weszli wszyscy członkowie rady nadzorczej.

W tablicy 1 znajdują się dane na temat liczby komitetów audytu wyodrębnionych z rad nadzorczych w latach 2008–2011. Przedstawiono w niej także udział procentowy rad nadzorczych z komitetami audytu w poszczególnych latach w badanych spółkach. Na 1364 obserwacje w radach nadzorczych komitety audytu były powołane w 523 przypadkach, co stanowiło 38,34% tych obserwacji. Najniższy udział rad nadzorczych z komitetami audytu w badanych spółkach odnotowano w 2008 r., kiedy rady jeszcze

<sup>1</sup> Zmniejszenie liczebności rad nadzorczych do pięciu członków może być działaniem prowadzącym do zwolnienia rady z obowiązku tworzenia komitetu.



wyodrębniały komitety na podstawie zaleceń Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW. Wtedy komitety audytu powołano jedynie w 85 radach na 320 spółek (26,56%). W 2009 r., po wprowadzeniu ustawowego obowiązku wyodrębniania komitetów audytu, gdy rada liczy więcej niż pięciu członków, liczba komitetów audytu wzrosła do 135, czyli 40,54% spółek. Natomiast w 2010 r. liczba wyodrębnionych komitetów wzrosła do 152 i stanowiło to 43,55% spółek badanych w tym roku. Ten wzrost mógł być również spowodowany opóźnieniem we wdrażaniu przepisów ustawy w niektórych spółkach. Co istotne, w 2011 r. udział rad nadzorczych z wyodrębnionymi komitetami audytu w badanych spółkach zmniejszył się do 41,71%.

**Tablica 1. Wyodrębnienie komitetu audytu w radach nadzorczych (lata 2008–2011)**

Rok	Liczba rad nadzorczych z wyodrębnionymi komitetami audytu	Liczba obserwacji	Udział rad nadzorczych z komitetami audytu w badanych spółkach (%)
2008	85	320	26,56
2009	135	333	40,54
2010	152	349	43,55
2011	151	362	41,71
Ogółem	523	1364	38,34

Źródło: Opracowanie własne.

Najmniejszą dopuszczalną przez Kodeks spółek handlowych liczebność rad nadzorczych (5 członków) odnotowano w 63,42% przypadków (865 obserwacji). Maksymalna liczebność rady wyniosła 13 członków. W analizowanym okresie średnia liczebność rad w polskich spółkach publicznych była relatywnie stabilna: najwyższa średnia arytmetyczna wyniosła 5,82 w 2010 r., a najniższa 5,75 w 2009 r. (tab. 2).

**Tablica 2. Statystyki opisowe dotyczące liczebności rad nadzorczych w latach 2008–2013**

Rok	Średnia arytmetyczna	Mediana	Odchylenie standardowe	Min.	Maks.
2008	5,77	5	1,35	5	13
2009	5,75	5	1,40	5	13
2010	5,82	5	1,44	5	13
2011	5,78	5	1,41	5	13
Ogółem	5,78	5	1,40	5	13

Źródło: Opracowanie własne.

W tablicy 3 zawarte zostały dane przedstawiające częstość wyodrębniania komitetów audytu przy uwzględnieniu różnych liczebności rad nadzorczych w latach 2008–2011. Z danych tych wynika, że na koniec 2008 r. 70,37% rad liczniejszych niż ośmiu członków wyodrębniło komitet audytu, natomiast od 2009 r. zrobiły to już wszystkie takie rady. W badanym okresie wzrosła także skłonność do wyodrębniania komitetu audytu w radach sześćosobowych (z 26,32 na koniec 2009 r. do 80,70% na koniec 2011 r., przy najwyższym poziomie 84,48% na koniec 2010 r.) i siedmioosobowych (z 55,55% w 2009 r. do 95,12% w 2011 r.). Natomiast na relatywnie stabilnym poziomie kształtowała się częstość wyodrębniania komitetu audytu w radach pięćosobowych (od 15,50% na koniec 2008 r. do 15,02% na koniec 2011 r., przy najwyższym poziomie 16,82% na koniec 2009 r.).

**Tablica 3. Częstość wyodrębniania komitetów audytu w zależności od liczebności rad w latach 2008–2011**

Liczebność rad	Udział rad nadzorczych z komitetami audytu w badanych spółkach (%)			
	2008	2009	2010	2011
5	15,50	16,82	15,53	15,02
6	26,32	70,00	84,48	80,70
7	55,55	93,33	92,11	95,12
8 i więcej	70,37	100,00	100,00	100,00
Ogółem	26,56	40,54	43,55	41,71

Źródło: Opracowanie własne.

Tablica 4 zawiera dane na temat zmian liczebności rad nadzorczych oraz wyodrębniania komitetów audytu w radach nadzorczych, które w 2008 r. liczyły pięciu członków. Ten rok przyjęto też za punkt odniesienia. Zmniejszająca się liczba analizowanych przypadków wynika z zawieszania notowań przez niektóre wcześniej uwzględnione w próbie spółki. W przypadku rad pięćosobowych najczęściej pozostawała ta sama ich liczebność w kolejnych latach i nie wyodrębniano w nich komitetu audytu. Spośród tych pięćosobowych rad, które na koniec 2008 r. miały wyodrębnione komitety audytu, wiele zdecydowało się je pozostawić (24 w 2008 r. i 13 w 2011 r.). Tylko dwie rady w 2009 r. zlikwidowały komitety, a w 2011 r. było osiem takich rad. Natomiast tylko trzy rady liczące na koniec 2008 r. pięciu członków wyodrębniły w 2009 r. komitety audytu (w 2011 r. były takie dwie rady). Część podlegających analizie rad zwiększyła (w porównaniu do 2008 r.) swoją liczebność powyżej pięciu członków i – jak niektóre deklarowały – powołały komitety audytu w pełnym składzie rad nadzorczych lub inaczej rady nadzorcze wykonywały

funkcje komitetu audytu w pełnym składzie osobowym. Na koniec 2009 r. było dziesięć takich rad, 2010 r. – siedem, a 2011 r. – sześć. Wydaje się, że takie działanie stoi w sprzeczności z art. 86 ust. 3 ustawy o biegłych rewidentach. Pięć rad nadzorczych na koniec 2009 r. zwiększyło (w porównaniu do 2008 r.) swoją liczebność, a komitet audytu miały wyodrębnione już w 2008 r. lub wcześniej (w 2010 r. było siedem takich rad, a w 2011 r. już dziewięć). Systematycznie rosła natomiast liczba rad nadzorczych, które w 2008 r. liczyły pięciu członków, a później zwiększyły swoją liczebność i wyodrębniały komitety audytu. Na koniec 2009 r. było takich rad sześć, w 2010 r. – 14, a w 2011 r. – 15.

**Tablica 4. Zmiany dotyczące liczebności oraz wyodrębniania komitetu audytu (w latach 2009–2011) w radach nadzorczych liczących na koniec 2008 r. pięciu członków**

Tendencje w radzie nadzorczej	Rok		
	2009	2010	2011
Liczebność 5 członków, brak komitetu	143	123	121
Liczebność 5 członków, wyodrębniony komitet od 2008 r.	24	18	13
Liczebność 5 członków, zlikwidowany komitet po 2008 r.	2	7	8
Liczebność 5 członków, wyodrębniony komitet po 2008 r.	3	2	2
Zwiększona liczebność powyżej 5 członków, brak komitetu	10	7	6
Zwiększona liczebność powyżej 5 członków, wyodrębniony komitet od 2008 r.	5	7	9
Zwiększona liczebność powyżej 5 członków, wyodrębniony komitet po 2008 r.	6	14	15
Ogółem	193	178	174

Źródło: Opracowanie własne.

W tablicy 5 znajdują się informacje analogiczne do tych zawartych w tablicy 4, ale dotyczące rad nadzorczych, które na koniec 2008 r. liczyły więcej niż pięciu członków. Na koniec 2009 r., podobnie jak rok wcześniej, 44 takie rady miały wyodrębnione komitety audytu i nadal liczebność większą niż pięciu członków (na koniec 2010 r. było takich rad 41, natomiast na koniec 2011 r. 39). W 2009 r., czyli po wejściu wymagań ustawowych, komitety audytu wyodrębniło 41 spośród liczących więcej niż pięciu członków na koniec 2008 r. rad. Natomiast 17 tych rad zmniejszyło liczebność i nie zdecydowało się na wyodrębnienie komitetu audytu (14,17%). Liczba ta na koniec 2011 r. wzrosła do 21 (18,75%). W przypadku niewielkiej

liczby badanych spółek miało miejsce zmniejszenie liczebności rad, przy jednoczesnym pozostawieniu komitetu wyodrębnionego w 2008 r. albo wcześniej (5 przypadków na koniec 2009 r.), czy też nawet wyodrębnienie go po zmniejszeniu liczebności rad (1 przypadek na koniec 2009 r.).

**Tablica 5. Zmiany dotyczące liczebności oraz wyodrębniania komitetu audytu (w latach 2009–2011) w radach nadzorczych liczących na koniec 2008 r. sześciu lub więcej członków**

Tendencje w radzie nadzorczej	Rok		
	2009	2010	2011
Liczebność większa niż 5 członków, brak komitetu	9	3	4
Liczebność większa niż 5 członków, wyodrębniony komitet od 2008 r.	44	41	39
Liczebność większa niż 5 członków, wyodrębniony komitet po 2008 r.	41	44	33
Zmniejszona liczebność do 5 członków, wyodrębniony komitet od 2008 r.	5	4	5
Zmniejszona liczebność do 5 członków, wyodrębniony komitet po 2008 r.	1	2	4
Zmniejszona liczebność do 5 członków, likwidacja komitetu	3	4	6
Zmniejszona liczebność do 5 członków, brak komitetu	17	18	21
Ogółem	120	116	112

Źródło: Opracowanie własne.

Przeprowadzone badanie pozwala na stwierdzenie, iż po wprowadzeniu zmian legislacyjnych wyraźnie wzrosła skłonność do powoływania komitetu audytu w radach liczniejszych niż pięciu członków, ale równocześnie nie wszystkie rady sześciuosobowe i siedmioosobowe je wyodrębniły. Część z nich zadeklarowała, że powołuje komitet audytu w pełnym składzie osobowym. W ramach badania ustalono, że część spółek zmniejszyła liczebność rad nadzorczych bezpośrednio po wprowadzeniu przepisów ustawy z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie. Może to wskazywać na ich niechęć dotyczącą implementacji nowych przepisów prawa.

## Zakończenie

Nowe millenium przyniosło wzrost zainteresowania tematyką ładu korporacyjnego. Spowodowane jest to m.in. analizą przyczyn pojawiających się kryzysów, za wybuchy których w dużej mierze wini się niedostateczny nadzór nad działalnością spółek. Zdarzenia takie jak skandale korporacyjne

z przełomu wieków, których emblematycznym przypadkiem stał się Enron, czy kryzys finansowy, którego symboliczny początek wiąże się z upadkiem Lehman Brothers, nie tylko wywołały dyskusje i zrodziły krytykę istniejących instytucji, ale także spowodowały reakcję w postaci zmian w prawie oraz „miękkich” regulacjach zawartych w kodeksach dobrych praktyk. Zmiany te są często wprowadzane nie tylko w poszczególnych krajach, ale również w skali międzynarodowej. Prowadzi to z jednej strony do unifikacji rozwiązań z zakresu ładu korporacyjnego, z drugiej zaś do nieprzystosowania części z nich do instytucji, które historycznie uformowały się w różnych krajach.

Przedstawiony przykład dotyczący rozszerzenia odpowiedzialności członków rad nadzorczych za sprawozdania finansowe i wprowadzenia zmian w ich funkcjonowaniu w postaci nowego tworu, jakim jest komitet audytu, stanowi próbę implementacji jednakowych rozwiązań do różnych macierzy instytucjonalnych. Instytucje wypracowane na gruncie systemu anglosaskiego przeniesione w całości do Polski okazały się słabo przystosowane do istniejącego układu norm i zasad postępowania.

W systemie anglosaskim funkcjonuje monistyczny układ organów władzy, który rozpowszechnia się również w innych krajach. W Polsce jednak nadal obowiązuje system dualistyczny. W systemie monistycznym funkcje rady nadzorczej i zarządu dzielone są między osoby zasiadające w jednym organie – radzie dyrektorów. Ukształtował się więc w tym systemie zwyczaj dzielenia się obszarami kompetencji w obrębie jednej jednostki organizacyjnej. Normą zatem jest przenikanie się funkcji czy tworzenie mniej lub bardziej nieformalnych zespołów roboczych (komitetów). Tymczasem kontynentalna tradycja prawna, która ma fundamentalny wpływ na funkcjonowanie organów spółki w Polsce, opiera się na założeniu rozdzielania rady nadzorczej i zarządu, z wyraźnym określeniem zakresów ich kompetencji. Ponadto w polskim porządku prawnym jeszcze do niedawna (do 2001 r.) istniała instytucja komisji rewizyjnej, która mogła być powołana obok lub nawet zamiast rady nadzorczej [Kodeks handlowy, 1934, art. 377 § 1]. Komisja rewizyjna miała za zadanie „badanie bilansu, rachunku zysków i strat, sprawozdania i wniosków zarządu co do podziału zysków lub pokrycia strat oraz złożenie walnemu zgromadzeniu szczegółowego piśmiennego sprawozdania” [Kodeks handlowy, 1934, art. 385 § 1 i § 2]. Komisja rewizyjna była zatem kolejnym wyraźnie wyodrębnionym organem, mającym swoje własne, ściśle określone kompetencje.

Wprowadzone w Polsce na mocy dobrych praktyk a następnie ustawy rozwiązanie – komitet audytu – ma zupełnie inny charakter. Nie stanowi on wyodrębnionej jednostki ze ściśle określonym układem odpowiedzialności i miejscem w hierarchii organów spółki – w jego skład mają wchodzić

osoby będące jednocześnie członkami rady nadzorczej. Komitet audytu jest instytucją nie w pełni mieszczącą się w istniejącym w Polsce systemie instytucji formalnych (dualizm organów władzy) i nieformalnych (norm, przyzwyczajzeń, zachowań). Stąd m.in. opory występujące w implementacji tej instytucji do praktyki ładu korporacyjnego w spółkach publicznych zaprezentowane w niniejszym artykule. Wyniki przeprowadzonego badania wskazują, że mniej niż połowa badanych spółek po czterech latach od zmiany prawa miała wyodrębniony komitet audytu. Co więcej, w artykule zbadano jedynie częstość wyodrębniania komitetów audytu, czyli formalne dostosowanie spółek do wymogów prawa – problemem wymagającym dalszego badania jest sposób funkcjonowania tych komitetów. Otwarte pozostaje bowiem pytanie, czy komitety te działały prawidłowo i czy ich istnienie rzeczywiście przyczyniało się do podniesienia poziomu zaufania interesariuszy do spółek.

Uzyskane wyniki badań stają się szczególnie znaczące w kontekście kolejnej zmiany prawa dotyczącej obowiązku powoływania komitetu audytu. W 2017 r. przyjęto nową ustawę o biegłych rewidentach, w której m.in. wskazano, że obowiązek powoływania komitetu audytu zależy nie od liczebności rady nadzorczej, ale od wielkości spółki. Wycofano się zatem z regulacji, która – jak wskazują uzyskane wyniki badań – w dużej mierze była nieskuteczna [ustawa, 2017].

Okazuje się, że nie zawsze zmiana charakteru regulacji ma wpływ na zachowania uczestników rynku kapitałowego. Zwłaszcza gdy nie jest wyraźnie zarysowana odpowiedzialność za niezgodne z danym aktem prawnym działanie. Co ważne, w nowej ustawie o biegłych rewidentach z 2017 r. przewidziano sankcje, które mogą być nałożone przez Komisję Nadzoru Finansowego m.in. na jednostkę zainteresowania publicznego, członka zarządu, rady nadzorczej lub komitetu audytu. W przypadku jednostek zainteresowania publicznego sankcja ma charakter kary pieniężnej, która nie może przekroczyć 10% przychodów netto ze sprzedaży towarów i produktów, osiągniętych przez tę jednostkę w poprzednim roku obrotowym. W przypadku członka zarządu, rady nadzorczej lub komitetu audytu sankcja może obejmować trzyletni zakaz pełnienia funkcji członka zarządu lub członka rady nadzorczej oraz karę pieniężną w wysokości do 250 000 zł.

## Literatura

- Aoki M. (2007), *Endogenizing Institutions and Institutional Changes*, „Journal of Institutional Economics”, Vol. 3, No. 1.
- Bauwhede H.V., Willekens M. (2008), *Disclosure on Corporate Governance in the European Union*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 16, No. 2.

- Clarke T. (2015), *Accounting for Enron: shareholder value and stakeholder interests*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 13, No. 5.
- Davies M., Schlitzer B. (2008), *The impracticality of an international „one size fits all” corporate governance code of best practice*, „Managerial Auditing Journal”, Vol. 23, No. 6.
- Dobre praktyki spółek notowanych na GPW* (2007), Załącznik do uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r.
- Dobre praktyki spółek notowanych na GPW* (2010), Załącznik do uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r.
- Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005* (2004), Komitet Dobrych Praktyk. Forum – Corporate Governance, Warszawa.
- Dyrektywa 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r. w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylająca dyrektywę Rady 84/253/EWG do prawa UE.
- Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń.
- Flejterski S., Solarz J.K. (2015), *Komparatystyka finansów*, C.H. Beck, Warszawa.
- Hoitash U., Hoitash R., Bedard J.C. (2009), *Corporate Governance and Internal Control over Financial Reporting: A Comparison of Regulatory Regimes*, „The Accounting Review”, Vol. 84, No. 3.
- Horn L. (2012), *Corporate Governance in Crisis? The Politics of EU Corporate Governance Regulation*, „European Law Journal”, Vol. 18, No. 1.
- Matysiak A. (2006), *Paradygmat ekonomii instytucjonalnej*, w: U. Zagóra-Jonszta (red.), *Dokonania współczesnej myśli ekonomicznej. Ekonomia instytucjonalna – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice.
- Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward* (2003), Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Brussels, 21.5.2003, COM (2003) 284 final.
- Morck R., Yeung B. (2009), *Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance*, NBER Working Paper 15042, Cambridge.
- North D.C. (1984), *Transaction costs, Institutions, and Economic History*, „Journal of Institutional and Theoretical Economics”, Vol. 140, No. 1.
- North D.C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OECD (2010), *Risk and regulatory policy. Improving the governance of risk*, Series: OECD Reviews of Regulatory Reform.
- Ostrom E. (1990), *Governing the Commons: The Evolution of Institutions for Collective Action*, Cambridge University Press, Cambridge.

- Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks Handlowy, Dz. U. z 1934 r. Nr 57, poz. 502 z późn. zm.
- The Sarbanes–Oxley Act of 2002*, Pub.L. 107-204, 116 Stat. 745, enacted July 30, 2002.
- US Crisis of Confidence* (2002), „Australian Financial Review”, 4/5 May.
- Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym, Dz. U. poz. 1089 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1577 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 395 z późn. zm.
- 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. Nr 77, poz. 649 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym, Dz. U. poz. 1089 z późn. zm.
- Walińska E., Gad J. (2012), *Odowiedzialność rad nadzorczych za sprawozdania finansowe – doświadczenia polskich spółek publicznych*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, nr 66(122).
- Williamson O.E. (2000), *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, „Journal of Economic Literature”, Vol. 38, No. 3.
- Winter J., Hopt K.J., Rickford J., Garrido Garcia J.M., Rossi G., Schans Christensen J., Simon J. (2002), *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, Brussels, 4 November.

## Streszczenie

Celem artykułu jest zbadanie stopnia implementacji przez spółki publiczne zmian prawa wprowadzonych w Polsce w latach 2008–2009 dotyczących obowiązku powoływania w radach nadzorczych komitetów audytu. Punktem wyjścia do analizy skuteczności wprowadzanych regulacji jest interpretacja zmiany prawa jako modyfikacji instytucji formalnych. Na podstawie przeglądu teorii dotyczącej tworzenia i zmian w obszarze matrycy instytucjonalnej stwierdzono, że możliwość dowolnego kształtowania struktury instytucjonalnej poprzez zmiany instytucji formalnych (m.in. w drodze regulacji) jest ograniczona. Mimo występowania takiej zależności regulatorzy podejmują ryzyko regulacyjne, próbując stworzyć ład instytucjonalny lepszy od istniejącego porządku. W celu znalezienia uzasadnienia dla podejmowanych działań w obszarze ładu korporacyjnego, wybranych jako przedmiot szczegółowej analizy, w artykule dokonano przeglądu zmian regulacji dotyczących odpowiedzialności rad nadzorczych za finansowe i niefinansowe sprawozdania spółek oraz dotyczących tworzenia komitetów audytu, mających pomagać w wywiązywaniu się z tej sfery odpowiedzialności.

W kolejnej części artykułu przedstawione zostały wyniki badań empirycznych, obrazujące reakcję 395 spółek publicznych na zmiany prawa w ww. zakresie w latach 2008–2011. Wyniki tych badań wskazują na opór w implementacji wprowadzonych rozwiązań (mniej niż połowa spółek po czterech latach od zmiany prawa miała wyodrębnione komitety audytu, mimo systematycznego wzrostu



ich liczby). Jako jeden z istotnych powodów tego oporu można wskazać fakt, że komitet audytu jest instytucją nie w pełni mieszczącą się w istniejącym w Polsce systemie instytucji formalnych (dualizm organów władzy) i nieformalnych (norm, przyzwyczajień, zachowań).

### **Słowa kluczowe**

ład korporacyjny, odpowiedzialność rad nadzorczych, komitet audytu, instytucjonalizm, ryzyko regulacyjne

### **Implementation of changes in the law regarding supervisory boards of listed companies in Poland (Summary)**

The aim of the paper is to examine the degree of implementation by listed companies of legal changes introduced in Poland in the years 2008–2009 concerning the obligation to appoint audit committees on the supervisory boards. The starting point for assessing the efficiency of the regulations' introduction is the interpretation of changes in law as a modification of formal institutions. Based on the theory review on the creation and changes in the institutional matrix it was found that the possibility of the institutional structure development through changes in formal institutions is limited. Despite this, regulators take regulatory risk trying to create the institutional order superior to the existing one. In order to find justification for actions taken in corporate governance, chosen as an object of detailed analysis, it was made a review of changes in regulations concerning the responsibility of supervisory boards for the financial and non-financial statements and the creation of audit committees, which should help supervisory boards in fulfill their responsibility.

The results of empirical research showing the reaction of 395 Polish listed companies to change in law in the years 2008–2011 were included in the next part of the paper. These results show their resistance in the implementation of the new regulations (less than the half of companies appointed audit committees after four years, although their number was steadily growing). The main reason for this resistance it can be the fact that the audit committee is an institution not fully set in the existing system of Polish formal (two-tier board model) and informal (norms, habits, behaviors) institutions.

### **Keywords**

corporate governance, supervisory boards' responsibility, audit committee, institutionalism, regulatory risk



**Kazimierz Barwacz\***

## **Funkcjonowanie rad nadzorczych w spółkach komunalnych o statusie podmiotów wewnętrznych**

### **Wstęp**

Przedsiębiorstwa użyteczności publicznej sektora komunalnego rzadko są obiektem zainteresowań teorii ekonomii i przedmiotem badań. Spowodowane jest to faktem, iż alokacja zasobów w tym sektorze opiera się nie na decyzjach adekwatnych dla podmiotów rynkowych, lecz na decyzjach o charakterze politycznym. Przyjęto, że przedsiębiorstwa sektora publicznego trudno opisać za pomocą narzędzi właściwych dla modelu rynku konkurencyjnego. Podejście takie zostało w ostatnich latach wzmocnione aspektami prawno-organizacyjnymi umożliwiającymi prowadzenie gospodarki komunalnej przez jednostki samorządu terytorialnego (JST) z wykorzystaniem tzw. podmiotów wewnętrznych, tj. z pominięciem zasad konkurencyjności. W sytuacji takiej szczególnie istotne stają się problemy nadzoru właścicielskiego nad tego typu podmiotami, gdyż ich istota wymaga specyficznego podejścia.

Celem artykułu jest prezentacja specyfiki i problemów stąd wynikających, dotyczących funkcjonowania rad nadzorczych w spółkach komunalnych, będących podmiotami wewnętrznymi, oraz prezentacja badań empirycznych. Przedstawione wnioski są efektem badań autora prowadzonych w czterech spółkach spełniających powyższe warunki. W badaniach wykorzystano metodę obserwacji oraz analizy ekonomicznej i organizacyjnej. Jako przedmiot badań przyjęto sposób zorganizowania i funkcjonowania rad nadzorczych tych przedsiębiorstw, a w szczególności: sposób prowadzenia kontroli, weryfikację kwoty rekompensaty, kontrolę realizacji celów czy opracowania kontraktów menedżerskich.

### **1. Istota podmiotu wewnętrznego – wady i zalety**

Koncepcja podmiotu wewnętrznego znana jest w prawie Unii Europejskiej od wielu lat. Została ona opisana w orzecznictwie Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej jeszcze w latach 90. ubiegłego wieku. Podyktowane to zostało potrzebą opracowania przesłanek umożliwiających rezygnację ze stosowania przepisów dotyczących trybu zamówień

---

\* Dr inż., Wydział Zarządzania i Turystyki, Małopolska Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Tarnowie, ul. Waryńskiego 14, 33-100 Tarnów, kazimierz@barwacz.com.pl

publicznych do udzielanych zamówień podmiotom zależnym, przez podmioty dominujące (tzw. zamówienie in-house).

Podstawą do wyłączenia procedury konkurencyjnej udzielenia zamówień publicznych między podmiotem dominującym a zależnym stanowił wyrok Trybunału w sprawie C-107/98, Teckal. Zgodnie z tym orzeczeniem bezpośrednie udzielenie przez zamawiającego zamówienia publicznego podmiotowi odrębnemu od niego pod względem prawnym było dopuszczalne, gdy spełniono następujące warunki:

- zamawiający sprawował nad tym podmiotem kontrolę analogiczną do sprawowania nad własnymi jednostkami organizacyjnymi,
- podmiot ten wykonywał swoją działalność w przeważającym zakresie na rzecz zamawiającego.

W polskich realiach zamówienie in-house wzbudziło wiele kontrowersji w zakresie udzielania tych zamówień spółkom komunalnym, przez będące ich właścicielami gminy. Kontrowersje te dotyczyły trybu udzielenia zlecenia in-house w relacji do obowiązującej ustawy Prawo zamówień publicznych (PZP). Z powodu uwag zgłoszonych podczas konsultacji społecznych możliwość bezprzetargowego udzielania zamówień została zapewniona przez możliwość udzielenia zamówienia z wolnej ręki, a nie jak wcześniej sugerowano przez wyłączenie z obowiązku stosowania ustawy. Obecnie w Polsce dla spółek komunalnych stosowane są następujące warunki:

- zamawiający sprawuje nad tą osobą prawną kontrolę odpowiadającą kontroli sprawowanej nad własnymi jednostkami, polegającą na dominującym wpływie na cele strategiczne oraz istotne decyzje dotyczące zarządzania jej sprawami tej osoby prawnej;
- warunek powyższy jest spełniony, gdy kontrolę taką sprawuje inna osoba prawna kontrolowana przez zamawiającego w taki sam sposób;
- ponad 90% działalności kontrolowanej osoby prawnej dotyczy wykonywania zadań powierzonych jej przez zamawiającego sprawującego kontrolę lub przez inną osobę prawną, nad którą ten zamawiający sprawuje kontrolę;
- w kontrolowanej osobie prawnej nie ma bezpośredniego udziału kapitału prywatnego.

W istniejących uwarunkowaniach makroekonomicznych, w których udział sektora publicznego, w tym samorządowego, w gospodarce rośnie, zamówienie in-house staje się nader częstym przypadkiem. Ustawodawstwo UE dopuszcza bowiem taką formę zlecenia usług świadczonych w ogólnym interesie gospodarczym<sup>1</sup>. Obiektywnymi przesłankami stosowania tego zlecenia są:

<sup>1</sup> Pogłębioną analizę terminologiczną dotyczącą tych kwestii można znaleźć w: [Hon-nefelder, 2013].

- potrzeba zapewnienia ciągłości i pewności realizacji zadania publicznego,
- znacząca wartość i unikatowość infrastruktury koniecznej do realizacji zadania publicznego,
- słabo rozwinięty rynek konkurencyjny podmiotów realizujących zadanie publiczne.

Wszelkie interpretacje dotyczące tego typu usług podkreślają, że zlecenie in-house powinno być traktowane jako wyjątek, a nie reguła. Stanowi ono bowiem zagrożenie dla lokalnej konkurencji. Obecnie spółki komunalne spełniające warunki podmiotu wewnętrznego oraz korzystające z tych zleceń mają wielu zwolenników w kręgach samorządowych. Niemniej jednak w opinii znacznej części praktyków gospodarczych są one podmiotami uprzywilejowanymi. Sytuacja ta powoduje szereg problemów związanych między innymi ze specyfiką sprawowania nadzoru właścicielskiego nad tego typu podmiotami.

## **2. Specyfika zasad nadzoru właścicielskiego jednostek samorządu terytorialnego nad spółkami komunalnymi o statusie podmiotów wewnętrznych**

Zagadnienia związane z nadzorem właścicielskim nad spółkami prawa handlowego zostały w Polsce precyzyjnie określone zapisami Kodeksu spółek handlowych (KSH). Natomiast w przypadku spółek z udziałem JST zagadnienia te zostały poszerzone o zapisy ustawy o gospodarce komunalnej. Sprawowania nadzoru właścicielskiego nad jednostkami organizacyjnymi samorządu terytorialnego nie można więc rozpatrywać wyłącznie na płaszczyźnie KSH, lecz znacznie szerzej, opierając się na odmiennym ustawodawstwie. Podstawą funkcjonowania samorządu w Polsce jest Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, natomiast zasady i zakres jego funkcjonowania określa szereg innych aktów prawnych, np. ustawa o finansach publicznych, ustawa o samorządzie terytorialnym, ustawa o gospodarce komunalnej i inne.

Analizę nadzoru właścicielskiego JST nad jej jednostkami organizacyjnymi należy rozpocząć od określenia jego istoty i przeglądu uwarunkowań prawnych określających rodzaj i uprawnienia właściciela. Nadzór właścicielski realizowany przez samorząd lokalny to wewnętrzny system obejmujący strategię, procesy i osoby, które zaspokajają potrzeby organów JST i innych zainteresowanych stron, kierując działaniami zarządczo-kontrolnymi, posiadając odpowiednie kompetencje<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Nadzór korporacyjny to wewnętrzny system obejmujący politykę, procesy i osoby, które zaspokajają potrzeby akcjonariuszy i innych zainteresowanych stron, kierując działaniami zarządczo-kontrolnymi, mając odpowiednią wiedzę [O'Donovan, 2006, s. 31].

Zgodnie z ustawą o finansach publicznych organem właściwym do utworzenia samorządowych jednostek organizacyjnych jest organ stanowiący. Jednostki te ze względu na brak osobowości prawnej nie mogą być traktowane jak podmioty prawa cywilnego, mogą natomiast działać w ramach osobowości prawnej jej właściciela, tj. JST. Mamy więc do czynienia z klasycznym przykładem relacji agencji, stanowiących sedno teorii będącej bazą rozwoju nadzoru korporacyjnego czy właścicielskiego. Przyjmując ten tok rozumowania, organ stanowiący jest wyposażony w uprawnienia o charakterze władczym i nadzorczym, a stosowane narzędzia wynikają z ustawy o finansach publicznych. Dotyczą one przede wszystkim przestrzegania procedur dyscypliny finansowej charakterystycznej dla jednostek budżetowych i samorządowych zakładów budżetowych oraz ich statutów uchwalanych przez gminy. W literaturze dotyczącej różnych aspektów nadzoru właścicielskiego, a zwłaszcza efektywności mechanizmów nadzorczych, dominuje pogląd, że z rozważań na ten temat należy wyłączyć podmioty działające w formach jednostek organizacyjnych sektora finansów publicznych, które w swoich działaniach przejmują część zadań administracyjnych urzędu JST i podlegają wówczas ograniczeniom typowym dla struktur administracyjnych. Niemniej jednak zmiany zapisów KSH, dopuszczające niezarobkowy charakter prowadzenia działalności gospodarczej przez spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spowodowały znaczący trend w przekształceniach samorządowych zakładów budżetowych w spółki z o.o. Konsekwencją takiego stanu rzeczy w kontekście problematyki nadzoru właścicielskiego jest dostosowanie instytucji i mechanizmów nadzorczych do tej sytuacji. Proces ten musi uwzględniać specyfikę właściciela, tj. JST, wraz z całym kontekstem prawno-organizacyjnym określonym przez ustawodawstwo dotyczące samorządów lokalnych oraz wymagań dotyczących funkcjonowania podmiotów wewnętrznych.

### **3. Znaczenie instytucji rady nadzorczej w sprawowaniu nadzoru właścicielskiego w spółkach – podmiotach wewnętrznych**

Istota funkcjonowania rady nadzorczej sprowadza się do nadzorowania działalności spółki i kontroli pracy jej zarządu. Zarówno wśród teoretyków i praktyków z dziedziny nadzoru korporacyjnego panuje opinia, że silniejsza jest pozycja rady nadzorczej w modelu dualistycznym niż rady spółki w modelu monistycznym. Rozstrzyga o tym nie tylko jej niezależność od zarządu, ale przede wszystkim bliskie powiązanie z akcjonariuszami. Ma ona bowiem w stosunku do zarządu charakter zewnętrzny. Silna pozycja rad nadzorczych wynika z ich kompetencji, mających swoje źródła zarówno w KSH, jak i w statutach spółek, np. w kwestiach dotyczących wyboru, zawieszania lub odwoływania członków zarządu.

W systemie monistycznym natomiast słabsza pozycja rady spółki wynika głównie z jej powiązania z zarządem. Na pozycję rad istotny wpływ ma dodatkowo rodzaj systemu własnościowo-kontrolnego (*outsiders, insiders*). Polska należy do krajów, w których stosunkowo słabo rozwinięte są mechanizmy nadzoru zewnętrznego, a specyfika gospodarki komunalnej sprawia, że znaczenie mechanizmów zewnętrznych, charakterystycznych dla gospodarki rynkowej, w tym sektorze jest stosunkowo niewielkie.

Dla spółek kapitałowych sektora komunalnego instytucja rady nadzorczej stanowi ważne ogniwo efektywnego nadzoru właścicielskiego. Generuje ona bowiem szereg mechanizmów nadzorczych, zaś spółki komunalne będące podmiotami wewnętrznymi wymagają szczególnie stosowania dodatkowych mechanizmów. Jest to wynikiem istoty i funkcji podmiotu wewnętrznego. Szczególnie warunek ten dotyczący specyficznej jak dla spółek prawa handlowego kontroli. Powoduje on zmianę sposobu sprawowania nadzoru właścicielskiego, którego ciężar spoczywa szczególnie na instytucji rady nadzorczej. Nowe aspekty związane z obowiązkami rady nadzorczej w spółkach komunalnych będących podmiotami wewnętrznymi, dotyczą następujących problemów:

- sposobu prowadzenia kontroli adekwatnej jak dla jednostek sektora finansów publicznych;
- znajomości istoty i metodologii obliczania kwoty rekompensaty;
- nadzoru nad realizacją celów społecznych narzuconych przez samorząd, a zapisanych w dokumentach strategicznych JST;
- udział w opracowaniu kontraktów menedżerskich oraz kontroli stopnia realizacji celów w nich zapisanych.

Poniżej przedstawiono rozwinięcie wymienionych problemów.

### 3.1. Sposób prowadzenia kontroli

Rada nadzorcza takiej spółki, oprócz mechanizmów adekwatnych dla należytego funkcjonowania spółek komunalnych w warunkach konkurencji, musi generować nowe mechanizmy kontrolne wynikające z natury podmiotu wewnętrznego<sup>3</sup>. Powoduje to konieczność sprawowania nadzoru zbliżonego do kontroli obowiązującej w jednostkach sektora finansów publicznych. Zastosowane narzędzia kontrolne muszą uwzględniać zapisy dokumentów właściwych dla jednostek organizacyjnych JST, a mianowicie: ustawę z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych [ustawa, 2009] oraz inne ustawy, na przykład ustawę z 17 grudnia 2004 r. o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych [ustawa, 2004]. Różnorodność instytucji regulujących funkcjonowanie podmiotów wewnętrznych

<sup>3</sup> Autor w swoich wcześniejszych pracach dokonał szczegółowej oceny efektywności mechanizmów nadzorczych dla spółek komunalnych funkcjonujących w warunkach konkurencji [Kozioł, Barwacz, 2016, s. 167–184].

wymusza stosowanie innych mechanizmów nadzorczych. Stopień odmienności tych mechanizmów jest znaczący (instytucja ustawy o finansach publicznych znacząco różni się od Kodeksu spółek handlowych). Dlatego też sposób sprawowania nadzoru właścicielskiego przez radę nadzorczą wymaga dodatkowych kompetencji jej członków, wynikających z ww. ustaw, dotyczących finansów publicznych i gospodarki budżetowej.

### 3.2. Weryfikacja kwoty rekompensaty

Kluczowym problemem sprawowania nadzoru przez radę nadzorczą w specjalnych spółkach komunalnych okazała się metodologia kontroli prawidłowości obliczania kwoty rekompensaty<sup>4</sup>. Kwota rekompensaty nie może przekraczać kwoty niezbędnej do pokrycia kosztów netto wywiązywania się ze zobowiązań z tytułu świadczenia usług publicznych wraz z „rozsądnym zyskiem”<sup>5</sup>. Procedura obliczania rekompensaty jest narzędziem ochrony rynku i winna być interpretowana w kontekście wpływu na rynek. Wartość rekompensaty nie może generować dodatkowych korzyści ekonomicznych dla spółki, które mogłaby uprzywilejować ją względem podmiotów z nią konkurujących. Ponieważ temat sprawowania nadzoru właścicielskiego w spółkach komunalnych będących podmiotami wewnętrznymi jest stosunkowo nowy i mało rozpoznany, problematyka ta jest rozpatrywana w oparciu o doświadczenia praktyków w obszarze nadzoru i zarządzania tradycyjnymi spółkami komunalnymi. Niemniej jednak specyfika podmiotów wewnętrznych nakazuje wzbogacenie instrumentarium, a przede wszystkim kompetencji rad nadzorczych o nowe mechanizmy adekwatne do charakteru tych spółek. Wymaga to od członków rad nadzorczych pogłębionej wiedzy z zakresu nie tylko rachunkowości finansowej, ale również zarządczej i budżetowej. Rekompensata stanowi bowiem kategorię wydatku po stronie budżetu JST i przychodu po stronie spółki. W obszarze prawidłowości przyznanej i realizowanej rekompensaty instrumenty rachunkowości zarządczej spełniają wymagania zarówno adekwatności, jak i efektywności. Przyjęcie takiego stanowiska było wynikiem zastosowania w procesie badawczym metody eksperckiej,

<sup>4</sup> W przypadku niektórych usług świadczonych w ogólnym interesie gospodarczym wykonywanie ich na zasadach i warunkach umożliwiających wypełnienie związanych z nimi zadań może wymagać wsparcia finansowego ze strony organów publicznych, o ile przychody z tytułu świadczenia tych usług nie pozwalają na pokrycie kosztów związanych z wywiązywaniem się ze zobowiązań z tytułu świadczenia usług publicznych.

<sup>5</sup> „Rozsądny zysk” jest stopą zwrotu z kapitału, której wymagałoby typowe przedsiębiorstwo podczas podejmowania decyzji, czy świadczyć usługi w ogólnym interesie gospodarczym przez cały okres powierzenia, przy uwzględnieniu poziomu ryzyka. Stopa zwrotu z kapitału oznacza wewnętrzną stopę zwrotu (IRR), jaką osiąga przedsiębiorstwo w zainwestowanego kapitału w całym okresie powierzenia. Poziom ryzyka zależy od danego sektora, rodzaju usług oraz cech charakterystycznych rekompensaty. Należy przy tym zaznaczyć, że rozsądny zysk nie może być utożsamiany z wynikiem finansowym (zyskiem bilansowym) i stanowi odrębną od niego kategorię ekonomiczną.



w obszarze wyboru instrumentów wspomagających identyfikację przychodów i kosztów na potrzeby kontroli rekompensaty<sup>6</sup>. Zdaniem ekspertów najefektywniejszymi instrumentami kontroli spółki w zakresie wyliczenia i realizacji rekompensaty są narzędzia rachunkowości zarządczej dostosowane do specyfiki świadczenia pieniężnego, odzwierciedlające rachunek kosztów i przyjęty tzw. rozsądny zysk [Barwacz, Koziół, 2014, s. 25–39].

### 3.3. Kontrola realizacji celów społecznych

Rady nadzorcze tego typu spółek muszą często sprawować nadzór nad realizacją celów społecznych właściciela, czyli JST. Jest to sytuacja rzadko spotykana w realiach gospodarki konkurencyjnej, aczkolwiek znana w literaturze przedmiotu. Traktowanie spółki komunalnej jako instytucji społecznej, umożliwiającej rozszerzenie jej wpływu na poziom zamożności lokalnego społeczeństwa, ma swoje źródła w podejściu pluralistycznym. Pozwala ono grupom innym niż akcjonariusze na posiadanie w spółce interesów oraz wysuwanie roszczeń. Koncepcja ta polega na poświęceniu części zysków właścicieli spółki na rzecz realizacji celów społecznych [Jerzemska, 2002, s. 25–27]. Podejście to w pełni odpowiada obecnej sytuacji JST, dla których problemy społeczne stały się wiodące. Zasadniczą kwestią są więc odpowiednie kompetencje członków rad nadzorczych oraz opracowanie odpowiednich mechanizmów nadzorczych, umożliwiających sprawowanie efektywnego nadzoru uwzględniającego szeroko rozumiany interes właściciela. Władze samorządowe będące właścicielami spółek (podmiotów wewnętrznych) wykorzystują je do realizacji celów społecznych zapisanych wcześniej w dokumentach strategicznych JST. Konsekwencją tego stanu rzeczy stało się wprowadzenie zasad nadzoru właścicielskiego do zapisów strategii rozwoju JST. Implementacja zasad nadzoru właścicielskiego do treści dokumentów strategicznych samorządu czyni z nich priorytetową instytucję nadzorczą w strukturze nadzoru nad tymi spółkami [Barwacz, 2015, s. 34]. Pojawienie się w systemie nadzoru na spółkami nowej instytucji nadzorczej implikuje dodatkowe wyzwania i mechanizmy dla rad nadzorczych.

### 3.4. Kontrakty menedżerskie

Ważną obecnie kwestią zwiększającą wymagania w stosunku do rad nadzorczych jest konieczność zastąpienia umów o pracę członków zarządów spółek komunalnych kontraktami menedżerskimi<sup>7</sup>. Skutkuje

<sup>6</sup> W tym przypadku grono ekspertów stanowili biegli rewidenci i audytorzy wewnętrzni.

<sup>7</sup> 9 września 2016 r. weszła w życie ustawa o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami, której postanowienia objęły również spółki z udziałem jednostek samorządu terytorialnego. Jej zapisy przenoszą punkt ciężkości w tym zakresie na organy spółek, zobowiązując je do podjęcia uchwał dotyczących kształtowania zasad wynagradzania członków zarządów.

to koniecznością nadzoru i rozliczenia kontraktu zgodnie z ich zapisami<sup>8</sup>. Jest rzeczą oczywistą, że efektywne zarządzanie może zapewnić tylko taki system motywacji, który pozwoli docenić uzyskane efekty oraz zrównoważy ryzyko i odpowiedzialność, jaka spoczywa na kadrze kierowniczej. Funkcję taką spełniają właśnie kontrakty menedżerskie, które zostały przez ustawodawcę wprowadzone jako obligatoryjne w sektorze publicznym, w tym w komunalnym. Wymaga to dodatkowych kompetencji od członków rad nadzorczych, którzy często uczestniczą w tworzeniu tych kontraktów oraz odpowiadają za nadzór nad ich realizacją.

Prawo pracy charakteryzuje się dominacją norm jednostronnie bezwzględnie obowiązujących. Symptomatyczna jest tu kumulacja sankcji typu cywilistycznego oraz sankcji administracyjnych i karnych. Z jednej strony stosunek pracy jest traktowany jako cywilnoprawne zobowiązanie (ze wszystkimi jego konsekwencjami), z drugiej zaś – nadzór nad przestrzeganiem prawa pracy jest sprawowany przez organy wyposażone w uprawnienia władcze. Z kolei prawo cywilne opiera się na uznaniu autonomicznej pozycji względem siebie podmiotów stosunku prawnego, w związku z czym jednej stronie nie przysługuje kompetencja do władczego kształtowania sytuacji prawnej drugiej strony. Ponadto ten rodzaj prawa odróżnia od prawa pracy zdecydowana dominacja norm dyspozytywnych (względnie obowiązujących) nad normami imperatywnymi (bezwzględnie obowiązującymi). Dlatego też jedną z naczelnych zasad tego prawa jest zasada autonomii woli, wyrażająca kompetencję podmiotów prawa cywilnego do swobodnego kształtowania stosunków cywilnoprawnych przez czynności prawne, w szczególności przez umowy (tzw. swoboda umów). Swoboda umów (zagwarantowana art. 352 k.c.) spowodowała, że ustawodawca wprowadził imperatyw ich zawierania [Kozioł, Barwacz, 2016, s. 204–205].

#### **4. Sprawowanie nadzoru właścicielskiego przez radę nadzorczą w spółkach komunalnych będących podmiotami wewnętrznymi – zarys metodyki**

Przeprowadzone przez autora badania mające na celu uzyskanie informacji niezbędnych do opracowania sposobu funkcjonowania rady nadzorczej w spółkach komunalnych będącymi podmiotami wewnętrznymi obejmowały wywiady z członkami tych rad. Badaniami objęto cztery podmioty spełniające ww. warunki, dwie spółki zlokalizowane były w województwie małopolskim, a dwie w podkarpackim. Spółki te prowadziły działalność objętą zakresem gospodarki komunalnej, a dotyczącą zadań

<sup>8</sup> W analizowanych przez autora przypadkach rada nadzorcza uczestniczyła w opracowaniu kontraktów, które zawierały również cele społeczne.

w obszarze: dostarczania wody i kanalizacji, remontów dróg, odbioru odpadów komunalnych oraz transportu publicznego. Wybrane spółki posiadały najdłuższy czas funkcjonowania jako podmioty wewnętrzne. Ponadto objęte były również wcześniejszą analizą autora, jako podmioty komunalne działające na rynku konkurencyjnym. Zaprezentowane poniżej wyniki badań mają charakter wstępny, stanowiąc element nowego projektu badawczego MWSE w Tarnowie<sup>9</sup>. Narzędziem badawczym był kwestionariusz wywiadu, w którym określono obszary problemów adekwatnych dla specyfiki tego typu spółek. Dotyczyły one identyfikacji zaproponowanych obszarów problemowych (przedstawionych w części 3) oraz wskazanie nowych, a przede wszystkim przyporządkowanie do nich właściwych mechanizmów nadzorczych. Tablica 1 prezentuje zestawienie obszarów problemowych rad nadzorczych w spółkach będących podmiotami wewnętrznymi wraz z zaproponowanymi odpowiednimi mechanizmami nadzorczymi.

**Tablica 1. Zestawienie zaproponowanych rozwiązań i mechanizmów nadzorczych**

Nowe obszary problemowe rad nadzorczych	Zaproponowane rozwiązania problemu	Nowe mechanizmy nadzorcze
Sposób prowadzenia kontroli	Wykorzystanie systemu kontroli wewnętrznej JST	Procedury dotyczące kontroli wynikającej z zapisów ustawy finansów publicznych i dyscypliny budżetowej
Weryfikacja kwoty rekompensaty	Znajomość rachunkowości budżetowej i zarządczej	Rachunek kosztów
Kontrola realizacji celów społecznych	Znajomość strategii JST zawierającej cele społeczne, które muszą realizować spółki	Strategiczna karta wyników BSC
Opracowanie kontraktów menedżerskich	Znajomość zagadnień z zakresu, prawa pracy i prawa cywilnego	Wskaźnik rentowności ROI Strategiczna karta wyników BSC

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>9</sup> Projekt realizowany jest w Katedrze Zarządzania Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie pt. „Metody oceny efektywności instrumentów nadzorczych w spółkach komunalnych”.

Przedstawione powyżej efekty przeprowadzonych rozmów uzyskane zostały przy jednomyślnej akceptacji wszystkich członków rad nadzorczych badanych spółek. W dwóch przypadkach zasygnalizowano jednak problem opracowania na poziomie komórki nadzoru właścicielskiego JST modelu biznesu<sup>10</sup>. Stanowi on więc swoiste narzędzie zarządzania, które pozwala spółce realizować efektywnie przyjętą strategię zarządzania. Ma to szczególne znaczenie dla spółek komunalnych będących podmiotami wewnętrznymi, dla których ich status jest w pewnym stopniu *novum*. Stosowane są bowiem w nich inne kryteria oceny efektywności funkcjonowania, poprzez między innymi brak konkurencyjności. Problematyka modelu biznesu została poruszona w spółkach o najdłuższym stażu jako podmioty wewnętrzne, będąc efektem poszukiwania skutecznych mechanizmów nadzorczych. Zaproponowanym narzędziem wg opinii respondentów była analiza wartości dodanej, uwzględniająca poziom wynagrodzeń i nadwyżkę społeczną. Eksponuje ona bowiem czynniki istotne dla społeczności lokalnej zawarte w strategii rozwoju.

Z uwagi na ograniczenia niniejszego artykułu zaprezentowano jedynie syntezę tych badań. Pozwoliły one jednak na potwierdzenie zidentyfikowanej wcześniej problematyki funkcjonowania tych rad nadzorczych oraz wskazały możliwe do zastosowania mechanizmy nadzorcze. Kontynuacja tych badań pozwoli na identyfikację różnicy pomiędzy dotychczasowym modelem nadzoru nad spółkami komunalnymi a modelem nadzoru nad spółkami będącymi podmiotami wewnętrznymi. W konsekwencji zaowocuje to stworzeniem docelowego modelu nadzoru nad tymi specyficznymi spółkami.

## Zakończenie

Przedstawione wyniki badań potwierdzają specyfikę i problemy sprawowania nadzoru właścicielskiego w tego typu spółkach. Z uwagi na stosunkowo krótki okres funkcjonowania tych podmiotów w Polsce brak jest dogłębnych badań dotyczących tej tematyki. Przeprowadzone badania mają charakter wstępny, których celem będzie opracowanie narzędzia diagnostycznego, umożliwiającego zgodnie z założeniami projektu badawczego dokonanie identyfikacji, a następnie oceny efektywności instrumentów nadzorczych w tego typu spółkach. Efektem końcowym będzie natomiast opracowanie szczegółowych zasad i modelu nadzoru nad spółkami komunalnymi będącymi podmiotami wewnętrznymi. Wskazane

<sup>10</sup> Model biznesu to narzędzie zawierające pewien zestaw elementów i relacji między nimi, w sposób schematyczny przedstawiający pomysł na biznes. Obejmuje on swym zakresem zarówno strategiczny, a także operacyjny poziom zarządzania, odzwierciedlając statyczny i funkcjonalny charakter zarządzania przedsiębiorstwem. Problematyka ta została szczegółowo omówiona w pracy autora [Barwacz, 2016, s. 44–48].

przez respondentów problemy świadczą o konieczności zmiany sposobu sprawowania nadzoru w tych spółkach, poprzez usprawnienie istniejących i wprowadzenie nowych mechanizmów nadzorczych. Rada nadzorcza odgrywa w tym procesie istotną rolę, gdyż skuteczność jej funkcjonowania stanowi fundamentalny obszar nadzoru właścicielskiego. Potwierdzona badaniami specyfika tegoż nadzoru wymaga poszerzenia płaszczyzny współdziałania rady nadzorczej z zarządem, wychodząc poza sferę zastrzeżoną dla funkcji nadzorczo-kontrolnych. Stawia to spore wymagania przed członkami rad nadzorczych i zmusza do wzrostu kompetencji jej członków.

## Literatura

- Barwacz K., Koziół L. (2014), *Instrumenty rachunkowości wspomagające mechanizmy nadzorcze w specjalnych spółkach komunalnych*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, nr 92(2), Łódź.
- Barwacz K. (2015), *Strategia jednostki samorządu terytorialnego jako podstawowe narzędzie nadzoru właścicielskiego spółek komunalnych*, w: *Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Barwacz K. (2016), *Zmiana modelu biznesu wyzwaniem dla rad nadzorczych*, „Zeszyty Naukowe MWSE w Tarnowie”, nr 2.
- Honnefelder S. (2013), *Przedsiębiorstwa publiczne i usługi świadczone w interesie ogólnym*, Dokumenty informacyjne o Unii Europejskiej, [http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pl/FTU\\_3.3.4.pdf](http://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/pl/FTU_3.3.4.pdf).
- Jerzemska M. (2002), *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Koziół L., Barwacz K. (2016), *Koncepcja ładu korporacyjnego sektora przedsiębiorstw komunalnych*, Wyd. MWSE w Tarnowie, Tarnów.
- O'Donovan G. (2006), *The Corporate Culture Handbook*, Published by Liffey Press Asbrook House Ireland.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, t.j. Dz. U. z 2017 r., poz. 2077 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz. U. z 2017 r., poz. 1577 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej, t.j. Dz. U. z 2017 r., poz. 827 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym, t.j. Dz. U. z 2018 r., poz. 994 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, t.j. Dz. U. z 2018 r., poz. 1025 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. – Prawo zamówień publicznych, t.j. Dz. U. z 2017 r., poz. 1579 z późn. zm.

## Streszczenie

W artykule zaprezentowano specyfikę nadzoru właścicielskiego spółek komunalnych będących podmiotami wewnętrznymi, tj. specyfikę funkcjonowania rad nadzorczych w tych spółkach. W pierwszej części artykułu przedstawiono

dokładnie specyfikę tego typu spółek oraz specyfikę funkcjonowania ich rad nadzorczych. Materiał empiryczny do analizy uzyskano na podstawie wywiadów przeprowadzonych z członkami rad nadzorczych. Narzędziem badawczym był kwestionariusz wywiadu, w którym postawiono problemy badawcze. Przeprowadzone badania miały charakter pilotażowy dotyczący szeroko zakrojonych badań nt. funkcjonowania rad nadzorczych w tych spółkach. Efektem końcowym prowadzonych badań będzie opracowanie szczegółowych zasad i modelu nadzoru nad spółkami komunalnymi będącymi podmiotami wewnętrznymi.

### **Słowa kluczowe**

spółka komunalna, podmiot wewnętrzny, mechanizmy nadzorcze, jednostka samorządu terytorialnego

### **Functioning of supervisory boards in municipal companies of internal subjects status (Summary)**

In the article one presented the specificity of the owner's supervision of municipal companies being internal subjects. The purpose the article is the introduction of the specificity of functioning of supervisory boards in these companies. In the first part of the article one introduced a characterization of companies of this type and specificity of supervisory boards. Empirical material for analysis was obtained based on interviews conducted with members of supervisory boards. A questionnaire of the interview, in which research problems were put, was a research tool. Conducted examinations were preliminary and were concerned with functioning of supervisory boards in these companies. Drawing up detailed principles and the model of the supervision of council companies being internal subjects will be a final effect of the conducted examinations.

### **Keywords**

municipal company, internal subject, supervisory mechanisms, local government

Dagmara Gad\*

## Tożsamość inwestora dominującego w spółkach portfelowych funduszy akcji

### Wstęp

Fundusze inwestycyjne stanowią ważny element rynku kapitałowego, gdyż dokonują alokacji kapitału powierzonego im przez zewnętrzne jednostki. Wydaje się, że w przypadku funduszy inwestycyjnych posiadających odpowiednie zaplecze kadrowe alokacja ta nie opiera się na spekulacji, ale wynika z przemyślanej, kompleksowej, długoterminowej strategii inwestycyjnej. Tym samym decyzje inwestycyjne funduszy inwestycyjnych są ważną informacją dla całego rynku kapitałowego. Inwestycja w daną spółkę publiczną może wskazywać, iż jest to jednostka o stabilnej sytuacji finansowej. Można również oczekiwać, że sytuacja ta nie zmieni się w najbliższej przyszłości. Należy jednak pamiętać, że w portfelu inwestycyjnym funduszy dokonywana jest dywersyfikacja ryzyka, dlatego nie należy sugerować się inwestycją w pojedynczą spółkę.

Od inwestorów instytucjonalnych, w tym od funduszy inwestycyjnych, oczekuje się, że będą oni sprawowali aktywny nadzór korporacyjny. Mowa tu np. o mechanizmie bezpośrednim, o którym pisze się w literaturze przedmiotu [Solomon, 2007, s. 119]. Efektywność nadzoru korporacyjnego zależy od struktury własności oraz od tożsamości inwestorów, którzy ulokowali swój kapitał w spółce. Wydaje się, że inaczej rozlokowane są „siły” w spółce, gdy mamy do czynienia ze skoncentrowaną własnością, a inaczej, gdy własność ta jest rozproszona. Istotne znaczenie ma również to, czy własność skupiona jest w ręku inwestora indywidualnego czy instytucjonalnego. W tym kontekście uzasadnione wydają się być badania empiryczne dotyczące struktury własnościowej spółek publicznych wchodzących w skład portfeli funduszy inwestycyjnych akcji.

Badania nad strukturą własnościowo-kontrolną były prowadzone zarówno w kraju, jak i za granicą. Problem ten był podejmowany m.in. przez takich badaczy, jak: S. Prowse [1992], R. La Porta, F. Lope-de-Silanes, A. Shleifer [1998]. W Polsce badania w obszarze struktury własności prowadzili m.in.: P. Tamowicz i M. Dzierżanowski [2002], M. Dzierżanowski

---

\* Mgr, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Rewolucji 1905 r. 41/43, 90-214 Łódź, dagmara.gad@gmail.com

[2003], M. Aluchna [2007b; 2015], P. Urbanek [2009], A. Adamska [2013b], D. Malinowska [2013].

Celem artykułu jest identyfikacja tożsamości inwestora dominującego w spółkach portfelowych funduszy akcji. Przyjęto założenie, iż tożsamość inwestora dominującego spółki publicznej, w którą inwestuje fundusz akcji, odzwierciedla w pewnym zakresie jego strategię inwestycyjną.

Wyniki badań wskazują, że fundusze akcji inwestują w spółki o wysokim poziomie koncentracji własności. Najczęściej występującym inwestorem dominującym w spółkach portfelowych funduszy akcji jest inwestor branżowy.

Wnioski badawcze sformułowano na podstawie analizy raportów rocznych pięciu wybranych funduszy akcji oraz raportów rocznych 157 spółek publicznych notowanych na GPW, które wchodzi w skład portfela inwestycyjnego funduszy akcji. W artykule wykorzystano metodę indukcji.

## **1. Inwestorzy jako uczestnicy rynków kapitałowych**

Rynek kapitałowy jest ważnym elementem współczesnej gospodarki rynkowej. W krajach anglosaskich stanowi on kluczowe źródło finansowania działalności spółek publicznych. W Europie Kontynentalnej dużo większe znaczenie z punktu widzenia finansowania działalności spółek pełni sektor bankowy, natomiast sytuacja na rynku kapitałowym stanowi swego rodzaju barometr kondycji gospodarki.

Niewątpliwą korzyścią z posiadania statusu spółki publicznej, notowanej na rynku podstawowym, jest to, iż status ten uwiarygodnia dany podmiot w oczach zarówno kontrahentów, jak i klientów. Biorąc pod uwagę atrakcyjność danej spółki dla obecnych i potencjalnych inwestorów, ważna jest struktura właścicielska, w tym tożsamość inwestora dominującego. Jak wskazuje się w literaturze, tożsamość inwestora posiadającego kontrolny pakiet akcji ma wpływ na sposób zarządzania spółką czy też na stosowane mechanizmy kontrolne i monitorujące. W przypadku spółek publicznych notowanych na GPW można wyróżnić następujące rodzaje inwestorów: inwestor strategiczny branżowy, inwestor indywidualny, Skarb Państwa, a także inwestor instytucjonalny finansowy [Urbanek, 2009, s. 387].

Szczególnym rodzajem inwestora, który występuje w wielu spółkach na polskim rynku kapitałowym, jest inwestor strategiczny, tzw. branżowy. Głównym jego celem jest pozyskanie kontroli nad spółką. Posiadając większościowy pakiet akcji, monitoruje decyzje zarządów. Efektywny monitoring decyzji podejmowanych przez zarząd jest możliwy dzięki dostępowi inwestora do informacji m.in. dotyczących danej branży czy też jego wiedzy i doświadczeniu. Koszty podejmowania działań dyscyplinujących kierownictwo są z reguły niższe od kosztów wyjścia ze spółki. Sprzedaż większej



liczby akcji powoduje na ogół spadek ich ceny. Inwestor branżowy jest nastawiony na długoterminowe przedsięwzięcia inwestycyjne [Urbanek, 2009, s. 388]. Inwestorzy branżowi ingerują w działalność podmiotu przez radę nadzorczą i zarząd, realizując cele nie zawsze zgodne z oczekiwaniami akcjonariuszy mniejszościowych, którzy oczekują wzrostu wartości spółki oraz wysokich dywidend [Dziawgo, 2011, s. 44].

Istotny udział na polskim rynku kapitałowym mają również inwestorzy indywidualni. W przypadku tego typu inwestora często występuje brak oddzielenia własności od zarządzania. Inwestor indywidualny posiadający znaczący pakiet akcji pełni zwykle funkcje prezesa/członka zarządu bądź też przewodniczącego/członka rady nadzorczej. Będąc właścicielem znaczącego pakietu akcji, jest zmotywowany do monitorowania działalności będącej przedmiotem inwestycji. Posiadanie kontrolnego pakietu głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (często dzięki posiadaniu akcji uprzywilejowanych) umożliwia kształtowanie składu rady nadzorczej, która w imieniu inwestora indywidualnego kontroluje podejmowane przez zarząd spółki działania.

Kolejnym rodzajem inwestora jest Skarb Państwa wraz z jednostkami powiązаныmi z sektorem finansów publicznych. W literaturze nie ma jednoznacznej opinii na temat zachowań Skarbu Państwa jako inwestora dominującego. A. Adamska [2013, s. 196] podkreśla rolę Skarbu Państwa jako znaczącego akcjonariusza nie tylko w skali spółek, w które inwestuje, ale także w skali całego rynku akcji. Zauważa, że sposób sprawowania przez niego kontroli wpływa w większym stopniu niż w przypadku innych inwestorów na kształtowane się standardów nadzoru korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym. Skarb Państwa nie zachowuje się jak typowy inwestor portfelowy. Jest akcjonariuszem długoterminowym, który jest aktywny w zakresie nadzoru korporacyjnego poprzez branie udziału w podejmowaniu decyzji dotyczących spółek, których akcje posiada. Ponadto bierze aktywny udział w procesie wyboru członków władz spółek (zarówno zarządu, jak i rady nadzorczej). Tymczasem S. Rudolf [1998, s. 21] stwierdził, że Skarb Państwa jako właściciel jest mało zaangażowany w działalność spółki. Oczekiwania właściciela i jego preferencje nie są znane członkom rad nadzorczych. Reprezentanci Skarbu Państwa nie są zainteresowani wymianą informacji z radą. Zatem brak efektywności nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa wynika z braku zaangażowania i aktywności ze strony przedstawicieli Skarbu Państwa.

Inwestorzy instytucjonalni są to instytucje, którym zostały powierzone środki indywidualnych podmiotów, celem ich efektywnego zarządzania [Malinowska, 2012, s. 564]. Do tej grupy inwestorów zalicza się: fundusze

inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki oraz towarzystwa ubezpieczeniowe [Dreyer, 2005, s. 229]. Inwestorzy instytucjonalni co do zasady dysponują potencjałem do pełnienia funkcji aktywnego akcjonariusza [Kołodkiewicz, 2002, s. 219]. Ta grupa inwestorów dysponuje zarówno zasobami, jak i wiedzą, dzięki którym, posiadając znaczący pakiet akcji, efektywnie monitorują zarządy ograniczając im realizację własnych celów [Aluchna, 2007a, s. 82–83]. Ich aktywność przejawia się m.in. w uczestnictwie w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy poprzez czynny udział w głosowaniu. Ponadto są otwarci na spotkania „w cztery oczy” z przedstawicielami zarządu spółki, będącej ich przedmiotem inwestycji, celem otrzymania informacji na temat strategii działalności spółki [Solomon, 2007, s. 119]. Inwestorzy instytucjonalni koncentrują się na celach długookresowych [Aluchna, 2007a, s. 91], jednak, jak zauważył P. Urbanek [2009, s. 388], horyzont czasowy inwestorów instytucjonalnych ulega wyraźnemu skróceniu. Przyczyn tego zjawiska można dopatrywać w obowiązku sporządzania bieżących raportów, co wiąże się z istotnością krótkoterminowych wyników spółki.

## **2. Fundusz akcji jako specyficzny uczestnik rynku kapitałowego**

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które tworzą fundusze inwestycyjne, stanowią obok funduszy emerytalnych, zakładów ubezpieczeń oraz domów maklerskich najbardziej znaczące instytucje pośrednictwa finansowego.

W ostatnich kilkunastu latach obserwuje się dynamiczny rozwój instytucji finansowych w Polsce, który jest konsekwencją rosnącego znaczenia systemu finansowego we współczesnej gospodarce. Coraz częściej wykorzystywaną formą przekazywania kapitału od kapitałodawców do kapitałobiorców jest pośrednictwo finansowe. Pośrednicy finansowi dysponują odpowiednimi zasobami kadrowymi, a także odpowiednim zapleczem technicznym i technologicznym służącym przeprowadzaniu analiz rynkowych, dzięki czemu przyczyniają się do znacznego obniżenia kosztów transakcji zawieranych na rynku finansowym. Z kolei wolumen dokonywanych przez nich transakcji umożliwia osiągnięcie korzyści skali przez redukcję kosztów pojedynczej transakcji [Stańczak-Strumiłło, 2013, s. 9].

Pierwsze fundusze inwestycyjne pojawiły się w latach 90. XX wieku [Dobosiewicz, 2008, s. 7]. Od tego czasu można obserwować ich szybki rozwój. Istotą funduszy inwestycyjnych jest połączenie zasobów kapitałowych indywidualnych inwestorów w celu wspólnego ich inwestowania [Kościelniak, 1998, s. 21].

Istnieje wiele różnych typów funduszy inwestycyjnych, które różnią się między sobą: stopniem ryzyka, które potencjalny inwestor dysponujący

nadwyżkami finansowymi jest skłonny ponieść, oraz okresem inwestycji [Poradnik uczestnika funduszu inwestycyjnego, 2015].

Jednym z rodzajów funduszy inwestycyjnych jest fundusz akcji. Jest to tzw. fundusz agresywny, który jest obarczony największym ryzykiem, ale zarazem może wygenerować bardzo wysoką stopę zwrotu. Fundusz, jak sama nazwa wskazuje, inwestuje przede wszystkim w akcje spółek. W literaturze podaje się różne progi odnośnie do udziału w portfelu akcji. R. Mroczkowski wskazuje, że gdy udział w aktywach funduszu akcji oraz innych udziałowych papierów wartościowych wynosi co najmniej 66% to spełniony jest warunek i można mówić o funduszu akcji [Mroczkowski, 2011, s. 150]. Tymczasem G. Kościelniak twierdzi, że w przypadku funduszy akcji zwykle 80% wartości inwestycji stanowią akcje spółek. Pozostałą część portfela stanowią bony skarbowe, które są kupowane tylko z uwagi na konieczność zapewnienia płynności w sytuacji, gdy nabywca jednostek udziałowych zażyczyłby sobie szybkiej wypłaty wartości tych udziałów. W takiej sytuacji fundusz uzyskuje środki ze sprzedaży posiadanych bonów skarbowych [Dobosiewicz, 2008, s. 70]. Dobór spółek do portfela inwestycyjnego funduszu akcji poprzedzony jest wnikliwą analizą poszczególnych spółek<sup>1</sup>. Nie wszystko jednak można racjonalnie przewidzieć. Specjaliści zajmujący się tworzeniem portfeli inwestycyjnych funduszy poza wiedzą na temat poszczególnych spółek korzystają również z umiejętności przewidywania kształtowania się trendów.

### **3. Inwestor dominujący w spółkach portfelowych wybranych funduszy akcji – badania pilotażowe**

W Polsce funkcjonują 44 fundusze akcji<sup>2</sup>, których głównym przedmiotem inwestycji są spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W ramach badania sprawdzono, czy fundusze akcji inwestują w spółki, w których występuje inwestor dominujący. Zidentyfikowano również tożsamość inwestora dominującego w tych spółkach. Badaniu poddano: pięć funduszy akcji (ALLIANZ Akcji, KBC Akcyjny, Open Akcji, UNIKORONA akcje, NOVO Akcji) oraz 157 spółek publicznych notowanych na warszawskiej giełdzie, których akcje wchodziły w skład portfela inwestycyjnego pięciu wyżej wymienionych funduszy.

Przeprowadzone badanie miało charakter wstępny. Fundusze akcji zostały wybrane w sposób losowy. Dane do badania zostały pozyskane ze stron internetowych poszczególnych towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI), które zarządzają analizowanymi funduszami akcji. TFI ma obowiązek publikacji raportów okresowych, zawierających m.in. sprawozdania

<sup>1</sup> Szerzej na temat analizy spółek w: [Nawrocki, Jabłoński, 2011].

<sup>2</sup> Stan na dzień 31.01.2017.

finansowe. Ponadto fundusz inwestycyjny z wydzielonymi subfunduszami ma obowiązek publikacji jednostkowego sprawozdania finansowego każdego subfunduszu oraz połączonych sprawozdań finansowych obejmujących wszystkie subfundusze [Mroczkowski, 2011, s. 347]. W sprawozdaniach finansowych znajdują się szczegółowe informacje na temat portfeli inwestycyjnych każdego funduszu (subfunduszu). W procesie gromadzenia danych zostały również wykorzystane raporty roczne spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie, w których udziały posiadają fundusze akcji.

Metodą badawczą wykorzystaną w przeprowadzonym badaniu była analiza danych ujawnianych przez fundusze akcji oraz spółki publiczne wchodzące w skład portfela inwestycyjnego analizowanych funduszy akcji.

W pierwszym etapie zbadano spółki portfelowe pięciu funduszy akcji pod względem koncentracji własności. W niniejszym badaniu własność skoncentrowana rozumiana jest jako występowanie jednego największego akcjonariusza, który posiada przynajmniej 30% udziałów spółki. Tymczasem własność rozproszona rozumiana jest jako brak występowania właściciela posiadającego co najmniej 30% akcji spółki<sup>3</sup>.

Analiza portfeli inwestycyjnych funduszy akcji wskazuje, że inwestują one zarówno w spółki, w których występuje inwestor dominujący, jak i spółki, które go nie posiadają. Można jednak zauważyć, że w portfelu analizowanych funduszy znajduje się więcej spółek o skoncentrowanej własności (od 56,84% w ALLIANZ Akcji do 67,31% w Open Akcji) (tab. 1).

**Tablica 1. Koncentracja własności w spółkach portfelowych wybranych funduszy akcji (stan na dzień 31.12.2015)**

		Rodzaje własności		
		własność skoncentrowana	własność rozproszona	suma
ALLIANZ Akcji	Liczba spółek	54	41	95
	% próby	56,84%	43,16%	100,00%
KBC Akcyjny	Liczba spółek	35	26	61
	% próby	57,38%	42,62%	100,00%
Open Akcji	Liczba spółek	35	17	52
	% próby	67,31%	32,69%	100,00%
UNIKORONA akcje	Liczba spółek	39	26	65
	% próby	60,00%	40,00%	100,00%
NOVO Akcji	Liczba spółek	37	24	61
	% próby	60,66%	39,34%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>3</sup> W analogiczny sposób koncentrację własności zdefiniowała M. Aluchna [2015, s. 239].

Istotne wydaje się być porównanie otrzymanych wyników z wynikami uzyskanymi przez M. Aluchną [2015, s. 233, 241], która zbadała 100 spółek notowanych w roku 2011 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Okazuje się, że (przy uwzględnieniu progu znacznej koncentracji własności 30%) aż 71% zbadanych przez M. Aluchną spółek cechuje skoncentrowana struktura własności. Struktura portfela badanych funduszy akcji nie pokrywa się ze strukturą rynku w zakresie koncentracji własności. Na rynku zdecydowanie dominują spółki o skoncentrowanej własności, a w przypadku spółek portfelowych funduszy akcji dominacja własności skoncentrowanej nie była tak znacząca.

Drugi etap badania polegał na zidentyfikowaniu tożsamości inwestorów dominujących występujących w spółkach portfelowych analizowanych funduszy akcji (tab. 2). Analiza struktury własności spółek portfelowych funduszy akcji wskazuje na występowanie pewnej prawidłowości. We wszystkich analizowanych spółkach inwestor strategiczny posiadał ponad 30% udziałów (od 31,43% w Open Akcji do 43,59% w UNIKORONA akcje). Można domniemywać, że fundusze akcji preferują inwestycje w spółki kontrolowane przez inwestora branżowego ze względu na posiadaną przez niego wiedzę, doświadczenie, a także chociażby dostęp do rynków zbytu. Fundusz akcji, inwestując w takie spółki, zdaje sobie sprawę, że są to inwestycje długoterminowe, ale jednocześnie z dużym potencjałem wzrostu stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

**Tablica 2. Inwestor dominujący w spółkach portfelowych wybranych funduszy akcji (stan na dzień 31.12.2015)**

		Typ inwestora					
		instytucjonalny	strategiczny (branżowy)	indywidualny	Skarb Państwa	pozostali*	suma
ALLIANZ Akcji	Liczba spółek	3	23	14	10	4	54
	% próby	5,55%	42,59%	25,93%	18,52%	7,41%	100,00%
KBC Akcyjny	Liczba spółek	0	15	6	8	6	35
	% próby	0,00%	42,86%	17,14%	22,86%	17,14%	100,00%
Open Akcji	Liczba spółek	0	11	11	10	3	35
	% próby	0,00%	31,43%	31,43%	28,57%	8,57%	100,00%

		Typ inwestora					
		instytu- cjonalny	strate- giczny (bran- żowy)	indywi- dualny	Skarb Państwa	pozo- stali*	suma
UNIKORONA akcje	Liczba spółek	1	17	8	9	4	39
	% próby	2,56%	43,59%	20,51%	23,08%	10,26%	100,00%
NOVO Akcji	Liczba spółek	1	15	7	9	5	37
	% próby	2,70%	40,54%	18,92%	24,32%	13,52%	100,00%

\* np. inwestor spoza branży

Źródło: Opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę kryterium geograficzne, we wszystkich analizowanych spółkach portfelowych funduszy akcji zagraniczny inwestor strategiczny posiadał większy udział w strukturze własności niż krajowy inwestor strategiczny (krajowy stanowił od 18,18% w Open Akcji do 35,29% w UNIKORONA akcje, a zagraniczny od 64,71% w UNIKORONA akcje do 81,82% w Open Akcji) (tab. 3).

**Tablica 3. Inwestor strategiczny jako inwestor dominujący w spółkach portfelowych funduszy akcji (stan na dzień 31.12.2015)**

		Inwestor strategiczny		
		krajowy	zagraniczny	suma
ALLIANZ Akcji	Liczba spółek	6	17	23
	% próby	26,09%	73,91%	100,00%
KBC Akcyjny	Liczba spółek	4	11	15
	% próby	26,67%	73,33%	100,00%
Open Akcji	Liczba spółek	2	9	11
	% próby	18,18%	81,82%	100,00%
UNIKORONA akcje	Liczba spółek	6	11	17
	% próby	35,29%	64,71%	100,00%
NOVO Akcji	Liczba spółek	4	11	15
	% próby	26,67%	73,33%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne.

Fundusze akcji inwestują również w spółki, w których inwestorem dominującym jest inwestor indywidualny (udział inwestora indywidualnego w tych spółkach wynosi od 17,14% w KBC Akcyjny do 31,43% w Open

Akcji). Dominującymi inwestorami indywidualnymi byli zarówno członkowie zarządu, rady nadzorczej, jak i osoby fizyczne, które nie są powiązane ze spółką. W przypadku udziału inwestora indywidualnego w strukturze własności spółek portfelowych funduszy akcji nie można zidentyfikować wyraźnie zarysowanej prawidłowości co do jego rodzaju (tab. 4).

**Tablica 4. Inwestor indywidualny jako inwestor dominujący w spółkach portfelowych funduszy akcji (stan na dzień 31.12.2015)**

		Inwestor indywidualny			
		Członkowie zarządu	Członkowie rady nadzorczej	Pozostali	suma
ALLIANZ Akcji	Liczba spółek	4	3	7	14
	% próby	28,57%	21,43%	50,00%	100,00%
KBC Akcyjny	Liczba spółek	1	2	3	6
	% próby	16,67%	33,33%	50,00%	100,00%
Open Akcji	Liczba spółek	4	3	4	11
	% próby	36,36%	27,28%	36,36%	100,00%
UNIKorona akcje	Liczba spółek	4	2	2	8
	% próby	50,00%	25,00%	25,00%	100,00%
NOVO Akcji	Liczba spółek	2	3	2	7
	% próby	28,57%	42,86%	28,57%	100,00%

Źródło: Opracowanie własne.

Interesującym aspektem z punktu widzenia struktury własności spółek portfelowych funduszy akcji jest występowanie Skarbu Państwa w roli dominującego akcjonariusza. KBC Akcyjny inwestował w 8 spółek publicznych, w których Skarb Państwa jest inwestorem dominującym, UNIKorona Akcje i NOVI Akcji w 9 takich spółek, a ALLIANZ Akcji i Open Akcji w 10 takich spółek (tab. 2). Warto jednak zauważyć, że Skarb Państwa posiada powyżej 30% akcji tylko w 13 spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie [www.money.pl]. Wydaje się, że prawidłowość ta jest elementem strategii inwestycyjnej funduszy akcji. Każdy z badanych funduszy akcji inwestuje w spółki Skarbu Państwa, gdyż stanowią one bezpieczny przedmiot inwestycji.

Biorąc pod uwagę wielkość udziału w strukturze własności spółek portfelowych funduszy akcji, mniejsze znaczenie odgrywali pozostali

inwestorzy, do których zaliczono m.in. spółki działające w innej branży niż spółka, której są akcjonariuszem (udział od 7,41% w ALLIANZ Akcji do 17,14% w KBZ Akcyjny). Podobnie inwestorzy instytucjonalni (banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe) są większościami inwestorami w niewielkiej liczbie spółek publicznych. Warto nadmienić, że w przypadku gdy spółka portfelowa była bankiem, a właścicielem pierwszego pakietu akcji tej spółki był inny bank, to bank był traktowany jako inwestor branżowy a nie instytucjonalny.

Do interesujących wniosków prowadzi porównanie ustalonej w niniejszym badaniu tożsamości inwestora dominującego spółek portfelowych funduszy akcji z wynikami badań przeprowadzonych wśród spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie. Zgodnie z wynikami uzyskanymi przez M. Aluchną [2015, s. 241], biorąc pod uwagę dominującego akcjonariusza, największy udział mają inwestorzy branżowi (45%), na kolejnych miejscach są inwestorzy indywidualni (29%), inwestorzy finansowi (instytucjonalny) (14%) oraz Skarb Państwa (11%). Tylko w przypadku inwestora strategicznego wyniki uzyskane przez autorkę artykułu i M. Aluchną są do siebie zbliżone. Występowanie inwestora indywidualnego w portfelu inwestycyjnym funduszy akcji jest nieco mniejsze niż wskazuje struktura rynku w tym zakresie. Ponadto, porównując wyniki badań, warto zauważyć, że fundusze akcji chętnie inwestują w spółki kontrolowane przez Skarb Państwa.

## Zakończenie

Niniejszy artykuł przedstawia wstępne wyniki badania przeprowadzone na 157 spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie, będących przedmiotem inwestycji pięciu wybranych funduszy akcji. Badanie dotyczy struktury własności i charakterystyki inwestora dominującego spółek portfelowych funduszy akcji. Analiza struktur własnościowych spółek portfelowych wybranych funduszy akcji wskazuje, że fundusze akcji inwestują w spółki o wysokim poziomie koncentracji własności. Spółki portfelowe, w których identyfikuje się inwestora dominującego, stanowią około 60% całego portfela. Tymczasem struktura rynku wskazuje, że udział spółek o wysokim poziomie koncentracji własności wynosi aż 71%.

Z przedstawionych wstępnych wyników badań wynika, że w przypadku około 40% spółek portfelowych funduszy akcji inwestorem dominującym jest inwestor branżowy (na polskim rynku kapitałowym udział inwestora branżowego wynosi 45%). Uzyskane wstępne wyniki wskazują jednocześnie, że fundusze akcji inwestują w spółki publiczne, w których inwestorem dominującym jest Skarb Państwa. Spółki te stanowią około 22% każdego portfela inwestycyjnego funduszu akcji.



Fundusze akcji, budując swój portfel inwestycyjny, mogą brać pod uwagę strukturę własności spółki, która ma być przedmiotem ich inwestycji. Wydaje się jednak, że struktura własności jest tylko jednym z wielu elementów branych pod uwagę podczas tworzenia strategii inwestycyjnych funduszy akcji.

Należy pamiętać, że przeprowadzone badanie jest badaniem wstępnym i obejmowało zaledwie 5 z 44 funduszy akcji inwestujących w spółki publiczne notowane na GPW, co stanowi zaledwie 11% całej populacji. Zagadnienie dotyczące tożsamości inwestora dominującego w funduszach akcji zostało jedynie nakreślone i wymaga dalszych pogłębionych badań. Kolejne badania będą obejmowały większą grupę badawczą, a dodatkowo brane będą pod uwagę inne czynniki, które mogą mieć wpływ na formułowanie strategii inwestycyjnej przez fundusze akcji, m.in. branża spółki, wyniki finansowe.

## Literatura

- Adamska A. (2013a), *Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2.
- Adamska A. (2013b), *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Aluchna M. (2007a), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Aluchna M. (2007b), *Struktura własności a efektywność przedsiębiorstw. Przypadek polskich spółek giełdowych*, „Zeszyty Kolegium Zarządzania i Finansów”, nr 77, SGH, Warszawa.
- Aluchna M. (2015), *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Dobosiewicz Z. (2008), *Fundusze inwestycyjne, Prawo i Ekonomia*, Wydawnictwo Twigger, Warszawa.
- Dreyer J.C. (2005), *Aktywizm inwestorów instytucjonalnych w systemie rynekocentrycznym*, w: K.A. Lis, H. Sterniczuk (red.), *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Dziawgo D. (2011), *Relacje inwestorskie. Ewolucja, funkcjonowanie, wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dzierżanowski M. (2003), *Ewolucja struktury własności i kontroli polskich korporacji – obraz modelu polskiego rynku kapitałowego i systemu corporate governance*, w: L. Pawłowicz, R. Wierzba (red.), *Finanse przedsiębiorstw wobec procesów globalizacji*, Gdańska Akademia Bankowa, Gdańsk.
- <http://www.money.pl/gielda/akcjonariusze/810.html>, dostęp: 15.06.2017.
- Koładkiewicz I. (2002), *Rola akcjonariuszy instytucjonalnych w sprawowaniu nadzoru*, w: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Kościelniak G. (1998), *Fundusze powiernicze*, Wolters Kluwer, Warszawa.

- Malinowska D. (2012), *Inwestorzy instytucjonalni na polskim rynku kapitałowym na przykładzie spółek indeksu WIG20*, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Malinowska D. (2013), *Forma kontroli w spółkach wchodzących w skład portfela inwestycyjnego inwestorów instytucjonalnych na przykładzie Aviva Otwarty Fundusz Emerytalny*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2.
- Mroczkowski R. (2011), *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Nawrocki T., Jabłoński B. (2011), *Inwestowanie na rynku akcji. Jak ocenić potencjał rozwojowy spółek notowanych na GPW w Warszawie*, CeDeWu, Warszawa.
- Poradnik uczestnika funduszu inwestycyjnego* (2015), Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, <http://www.izfa.pl/poradnik,25/44,poradnik-uczestnika-funduszu-inwestycyjnego.html>, dostęp: 1.06.2017.
- Porta R., Lope-de-Silanes F., Shleifer A. (1998), *Corporate Ownership Around the World*, NBER Working Paper 6625, June.
- Prowse S. (1992), *The Structure of Ownership in Japan*, „The Journal of Finance”, Vol. 47, No. 3.
- Rudolf S. (1998), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw”, nr 12.
- Solomon J. (2007), *Corporate Governance and Accountability*, John Wiley & Sons, Ltd, Chichester.
- Stańczak-Strumiłło K. (2013), *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M. (2002), *Własność i kontrola polskich korporacji*, w: S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Urbanek P. (2009), *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 1.

## Streszczenie

W literaturze podkreślana jest rola funduszy inwestycyjnych na rynku kapitałowym. Dokonują one alokacji środków, które zostały im powierzone celem efektywnego zarządzania. Od tej grupy inwestorów oczekuje się aktywnego nadzoru.

Celem artykułu jest identyfikacja tożsamości inwestora dominującego w spółkach portfelowych funduszy akcji. Przyjęto założenie, iż tożsamość inwestora dominującego spółki publicznej, w którą inwestuje fundusz akcji, odzwierciedla w pewnym zakresie jego strategię inwestycyjną. Grupę badawczą stanowiło pięć funduszy akcji oraz 157 spółek publicznych notowanych na GPW, które wchodziły w skład portfela inwestycyjnego funduszy akcji. Do badania zostały wykorzystane informacje pochodzące z raportów rocznych TFI oraz raportów rocznych spółek publicznych.

Z przeprowadzonych badań wynika, że fundusze akcji chętnie inwestują w spółki, w których dominującym inwestorem jest inwestor branżowy. Ponadto

fundusze akcji inwestują w spółki, w których Skarb Państwa jest dominującym inwestorem.

### **Słowa kluczowe**

fundusz akcji, inwestor dominujący, struktura własności

### **The Identity of the Dominant Investor in the Portfolio of the Stock Funds (Summary)**

The literature emphasizes the role of investment funds in the capital market. The investment funds allocate funds which they received for effective management. This group of investors is expected to be active in supervision process.

The purpose of this article is to identify the identity of the dominant investor in the portfolio of the stock funds. It was assumed that the identity of the dominant investor of the public company being invested by stock fund reflects its investment strategy. The research group comprised five stock funds and 157 public companies listed on the Warsaw Stock Exchange that were a part of the portfolio of the stock funds. The data from annual reports of stock funds and annual reports of public companies was used for the study.

The research shows that the stock funds are tend to invest in the companies in which the industry investor is the dominant investor. What is more, the stock funds invest in companies in which the State Treasury is the dominant investor.

### **Keywords**

stock fund, dominant investor, ownership structure



**Dominika Hadro\***

**Marek Pauka\*\***

## **Strategie zarządzania wrażeniem w polskich raportach finansowych**

### **Wstęp**

Celem artykułu jest przedstawienie istoty poszczególnych strategii zarządzania wrażeniem (*impression management*) oraz sposób ich wykorzystania do osiągania określonych celów w manipulowaniu odbiorców informacji. Metodyka badania użycia strategii *impression management* zostanie przedstawiona na przykładach ich zastosowania w raportach finansowych spółek publicznych z GPW w Warszawie. Metody badawcze użyte w artykule to krytyczny przegląd literatury oraz analiza listów do akcjonariuszy spółek notowanych na GPW w Warszawie. Artykuł ma charakter metodyczny, badania finansowane są z projektu Narodowego Centrum Nauki nr 2014/13/B/HS4/01577.

### **1. Skutki skomplikowanych raportów**

Badania empiryczne przeprowadzone w wielu krajach pokazują, że dobór słów dokonywany przez zarządzających w opisie ich działań, jak również język użytych w mediach do przekazywania informacji na temat spółek, ma istotne znaczenie i jest skorelowany z przyszłą stopą zwrotu z akcji, zyskami, a nawet nieuczciwymi poczynaniami zarządzających w przeszłości [Loughran, McDonald, 2016].

Rosnąca złożoność zasad rachunkowości oraz języka używanego w raportach finansowych podważa efektywność sprawozdań w komunikacji pomiędzy spółką a inwestorami. Naukowcy oraz praktycy podkreślają, że skomplikowanie sprawozdań powoduje trudności dla zarządu w zwróceniu uwagi na konkretny aspekt w działalności spółki [Bloomfield, 2002; Hirshleifer, Teoh, 2003]. Coraz więcej badań potwierdza, że złożoność raportów finansowych negatywnie wpływa na otoczenie informacyjne. Wyniki eksperymentów oraz badań empirycznych sugerują, że zarówno inwestorzy profesjonalni, jak i nieprofesjonalni nie są w stanie przyswoić informacji z rozbudowanych raportów finansowych, a bardziej złożone

---

\* Dr inż., Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, dominika.hadro@ue.wroc.pl

\*\* Dr, Katedra Finansów, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, marek.pauka@ue.wroc.pl

raporty redukują efektywność wyceny, jak również zwiększają niepewność [Guay i inni, 2016].

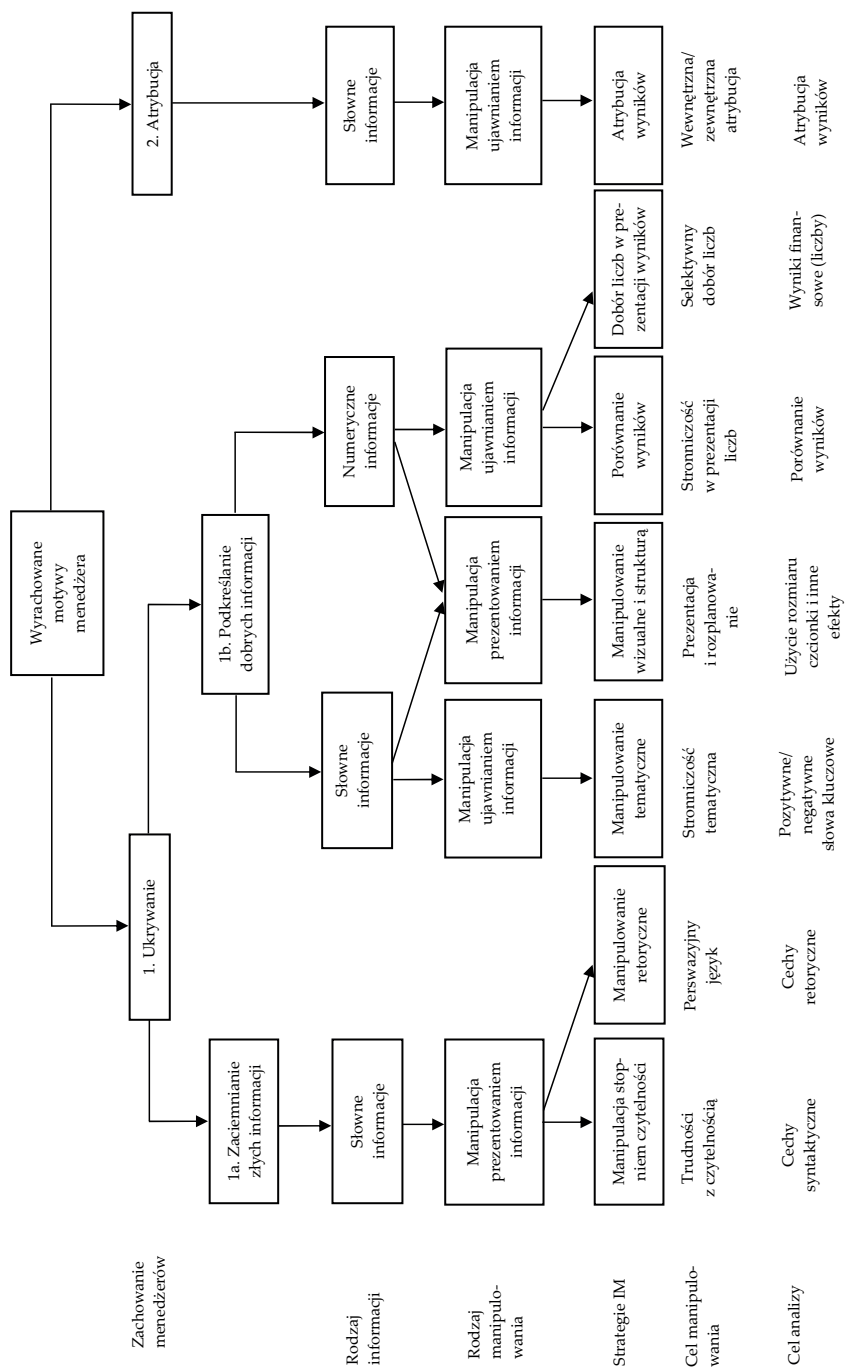
Rosnące znaczenie sprawozdawczości narracyjnej przesuwają postrzeganie raportów spółek z kategorii czysto informacyjnych (ekonomicznych) na kategorie behawioralne oraz motywacji społecznych [Beattie, 2014]. Teoria agencji [np. Watts, Zimmerman, 1986; 1990; Morris, 1987] wskazuje, że spółki dostosowują właściwą dla siebie politykę rachunkowości poprzez umieszczanie nieobowiązkowych informacji w raportach [Smith, Taffler, 2000]. Zarządzający mogą próbować wpływać na postrzeganie przez czytelników ich działań i wyników spółek oraz manipulować percepcją i decyzjami interesariuszy poprzez użycie stronniczego języka w sprawozdawczości [Aerts, 1994; Cho i inni, 2010], co prowadzi do pojawienia się zarządzania wrażeniem.

Zarządzanie wrażeniem jest definiowane jako proces, w którym nadawca jest w stanie kontrolować percepcję i ocenę informacji przez jej odbiorcę [Leary, Kowalski, 1990; Schneider, 1981]. Zazwyczaj występuje w opisowych fragmentach raportów finansowych, które podlegają słabszym regulacjom i wyjaśniają wyniki finansowe [Brennan i inni, 2009]. Koncepcja zarządzania wrażeniem pochodzi z psychologii społecznej i zajmuje się analizą, jak jednostki prezentują siebie w celu postrzegania przez innych w lepszym świetle [Hooghiemstra, 2000].

## **2. Strategie impression management**

Merkel-Davis i Brennan [2007] dokonały podziału strategii impression management używanych przez menedżerów na dwie grupy ze względu na ich zachowanie: ukrywanie oraz atrybucję (rys. 1). Ukrywanie można osiągnąć przez zaciemnianie złych lub podkreślanie dobrych informacji, wykorzystując w tym celu np. manipulowanie: stopniem czytelności, retoryczne, tematyczne, wizualne i strukturą tekstu oraz wykorzystując odpowiednie wielkości parametrów do porównywania. Atrybucja rozumiana jest tutaj jako przypisywanie efektów, czyli np. wyników czy rezultatów (związanych z sytuacją finansową spółki, tj. przychodami, wydatkami/kosztami lub zyskiem netto/zyskiem operacyjnym/dochodem), do zdarzeń mających miejsce w spółce lub poza nią, poprzedzających ten efekt [Aerts, Tarca, 2010]. Wyrażana jest najczęściej poprzez manipulowanie ujawnianymi informacjami i przypisywanie pozytywnych efektów czynnikom wewnętrznym (działaniom menedżerów), a negatywnych efektów – czynnikom zewnętrznym.

Rysunek 1. Strategie impression management w sprawozdawczości narracyjnej stosowane przez menedżerów



Źródło: [Merkl-Davis, Brennan, 2007, s. 14].

### 3. Strategie zarządzania wrażeniem w listach do akcjonariuszy polskich spółek giełdowych

Badanie analizujące strategie zarządzania wrażeniem używane przez spółki notowane na GPW w Warszawie zostało przeprowadzone na listach do akcjonariuszy w raportach finansowych napisanych w języku polskim.

Manipulowanie retoryczne jest to ukrywanie negatywnych i podkreślanie pozytywnych zdarzeń poprzez używanie stronniczego języka (np. zaimki, strona bierna, strona czynna). Ten rodzaj manipulowania odnosi się do sposobu przekazywania informacji, a nie treści przekazu [Pennebaker i inni, 2003; Merkl-Davies, Brennan, 2007]. Spółki mają np. tendencję do używania strony biernej lub trzeciej osoby liczby pojedynczej, kiedy opisują oraz wyjaśniają porażki, niepowodzenia, natomiast przechodzą do pierwszej osoby liczby pojedynczej lub mnogiej przy opisywaniu sukcesów czy przewyżczeniu trudności (przykład 1).

#### Przykład 1. Manipulowanie retoryczne

„Pomimo niespodziewanych zawirowań rynkowych, **Grupa Kapitałowa Polnord S.A. była**<sup>1</sup> w dużej mierze przygotowana na powyższe, negatywne zdarzenia. Stało się tak, gdyż jeszcze w pierwszej połowie ubiegłego roku **podjęliśmy** zdecydowane działania dostosowawcze” [Polnord S.A. Raport roczny, 2008].

Manipulowanie wizualne, emfaza występują, gdy spółka stosuje techniki prezentacji w celu uwypuklenia konkretnej części tekstu: lokalizacja tekstu, użycie podkreśleń, pogrubień, kolorów [So, Smith, 2002; Courtis, 2004] (przykład 2) oraz używa figur retorycznych w celu wzmocnienia słowa kluczowego lub wręcz powtarza słowa czy fragmenty tekstu (przykład 3).

#### Przykład 2. Manipulowanie wizualne

„W dniu 9 stycznia 2014 roku, podczas 58 posiedzenia Sejmu Minister Spraw Wewnętrznych Bartłomiej Sienkiewicz udzielił posłom informacji bieżącej odnośnie tzw. info-afery. Wysłuchawszy pytań posłów odnośnie rzekomych powiązań CAM Media SA z info-afere i zachowaniami korupcyjnymi Minister poinformował, że **posiadane przez rząd dane nie dają jakichkolwiek podstaw do przypisywania CAM Media SA prowadzenia działań korupcyjnych w urzędach publicznych.**

Mimo tak jednoznacznego stanowiska Ministra MSWiA, Spółka nadal była celem ataków wizerunkowych. Kres im położyły dopiero pozwy

<sup>1</sup> Wyróżnienia w cytatach zgodne z oryginałem.



o ochronę wizerunku skierowane przez Zarząd CAM Media przeciwko dwóm partiom politycznym oraz dwóm posłom na Sejm RP, którzy w najbardziej agresywny sposób naruszały wizerunek CAM Media SA" [CAM Media S.A. Raport roczny, 2013].

### Przykład 3. Emfaza

„Okres ubiegłego roku, a w szczególności czwartego kwartału 2008 r. to czas **istotnych zawirowań** na światowym rynku finansowym i gospodarczym. Sektor nieruchomości, tak zależny od przeżywającego najcięższe od lat chwile sektora bankowego, **szczególnie ucierpiał** w efekcie powyższych zdarzeń. **Praktyczne zahamowanie** akcji kredytowej banków, spadek popytu spowodowany obawami klientów o utratę pracy, **istotna dalsza przecena rynkowej** wartości aktywów deweloperskich, to tylko niektóre przykłady tych perturbacji" [Polnord S.A. Raport roczny, 2008].

Manipulowanie tematyczne rozumiane jest jako sugestywne przekazywanie informacji, jest to ton wypowiedzi i mierzone najczęściej jako relacja negatywnych i pozytywnych słów [Henry, 2008] albo jako relacja pozytywnych, negatywnych i neutralnych zdań [Schleicher, Walker, 2010]. E. Henry definiuje ton jako wpływ lub oddziaływanie komunikacji oraz jako funkcje zarówno treści, jak i doboru słów [Henry, 2008, s. 376–377].

### Przykład 4. Ton

„Osiągnięcie **pozytywnego** wyniku w każdym z poszczególnych kwartałów roku obrotowego jest efektem **konsekwentnej** realizacji założeń strategii. **Poprawa**, zarówno wyników kwartalnych, jak i rocznych, nastąpiła dzięki **koncentracji** działań na **poprawie** marżowości, wynikającej m.in.: z **właściwego** budżetowania i nadzoru nad jej realizacją, **rentownością** poszczególnych kontraktów, **konsekwentnie** prowadzoną kontrolą kosztów ogólnych oraz **poprawą** struktury sprzedaży, koncentrującą się na trzech kluczowych kategoriach produktowych" [Sygnity S.A. Raport roczny, 2013].

Atrybucja wyników jest analizą treści, która opiera się na analizie sposobów argumentowania oraz przypisywania (atrybucji) wyników spółki (przykład 5). Teoria atrybucji odnosi się do sposobów wyjaśniania przez ludzi przyczyn oraz zdarzeń poprzedzających ich występowanie. Koncentruje się na postrzeganiu przyczyn ludzkiego wnioszkowania, co powoduje zdarzenie i dlaczego wydarzyło się to, co się wydarzyło. Badanie zdań atrybucyjnych ma wiele wymiarów, m.in. jaki jest rodzaj efektów (pozytywnie/negatywnie/mieszanie wpłynęły na sytuację finansową spółki), jakie jest miejsce powstania efektów (w spółce (wewnętrzny)/poza spółką

(zewnętrzny)), jaki jest kierunek efektów (wprost – wzrost/spadek jednej wielkości spowodował wzrost/spadek drugiej wielkości, odwrotny – wzrost/spadek jednej wielkości spowodował spadek/wzrost drugiej wielkości [Aerts, Tarca, 2010].

### Przykład 5. Atrybucja

„Z satysfakcją oceniam, że Bank BPH realizował zadania w sposób efektywny, co pozwoliło na osiągnięcie założonych celów finansowych, biznesowych i strategicznych wyznaczonych na 2013 rok. **Dzięki skuteczności naszych działań skonsolidowany zysk netto przypadający na akcjonariuszy Banku wyniósł 192,4 mln zł w 2013 roku, a bezpieczeństwo Banku BPH znalazło potwierdzenie w wartości współczynnika wypłacalności na poziomie 16,4 proc. Nasze starania zostały docenione przez akcjonariuszy. Cena akcji Banku BPH wzrosła w 2013 roku o 14,3 proc., podczas gdy wartość indeksu WIG wzrosła o 6,6 proc.**” [Bank BPH S.A. Raport roczny, 2013].

Jeśli chodzi o manipulację stopniem czytelności to jest ona jednym z najczęściej badanych parametrów w analizach tekstu, ale w przeciwieństwie do większości metod, które badają znaczenie przekazu zawartego w tekście, mierzy zdolność odbiorcy tekstu do odczytania zawartej informacji. Najszerzej stosowaną metodą pomiaru czytelności jest indeks Foga (lub Gunning-Foga), który definiowany jest jako liniowa zależność pomiędzy średnią długością zdania a liczbą skomplikowanych słów, czyli takich, które mają powyżej dwóch sylab. Od kilka lat używanie indeksu Foga do analizy raportów finansowych poddawane jest krytyce, gdyż co do zasady, słowa używane w dokumentach spółek giełdowych są skomplikowane, co niekoniecznie wpływa negatywnie na efektywny odbiór informacji z uwagi na specyfikę odbiorcy [Loughran, McDonald, 2014]. Zakłada się, że zarządzający używają skomplikowanego języka (np. bardziej technicznego) w celu zaciemnienia wyników spółki. Gdy wyniki są negatywne, używa się języka, który jest trudny do zrozumienia.

W artykule Hadro i inni [2017] zostały przedstawione wyniki badań listów do akcjonariuszy polskich spółek giełdowych pod względem używanych technik zarządzania wrażeniem. W próbie 120 listów wyróżniono 4 klastry istotnie się od siebie różniące. W klastrze 1 znalazło się najwięcej listów (48), głównie charakteryzujących się bardzo pozytywnym tonem i chwalcących osiągnięcia oraz działania kadry zarządzającej. Klaster 2 (30 listów) składa się z listów o zmiennym tonie, w których dużo miejsca poświęcono na analizę zewnętrznych czynników i ich wpływu na wyniki spółki. Do klastra 3 (29 listów) zalicza się listy, które mają neutralny lub zmienny ton i opisują negatywne zewnętrzne efekty, które wpłynęły na

sytuację spółki. Klaster 4 (13 listów) zawiera natomiast listy o bardzo formalnym stylu z pozytywnym tonem. W tablicy 1 znajdują się wybrane wyniki stosowania technik impression management w podziale na klastry. Można zaobserwować, że czytelność istotnie spada w klastrze 3, w którym znalazły się spółki z trudnościami wpływającymi negatywnie na sytuację finansową, co potwierdza tendencję zarządzanych do utrudniania komunikacji w sytuacji, gdy pojawiają się problemy.

**Tablica 1. Porównanie klastrów strategii zarządzania wrażeniem spółek notowanych na GPW w Warszawie w roku 2008 oraz 2013**

	Skala	Klaster 1	Klaster 2	Klaster 3	Klaster 4
N		48	30	29	13
		Wartości średnie zmiennych			
Ton	0/1/2/3/4/5	4,00	3,10**	2,79***	3,69*
Narrator – ja	0/1	0,08	0,30*	0,03	0,08
Narrator – my	0/1	0,58	0,53	0,48	0,15**
Narrator – spółka	0/1	0,25	0,13	0,31	0,31
Atrybucja efektów					
Efekt – pozytywny	0/1	0,92	0,90	0,00***	0,00***
Efekt – negatywny	0/1	0,08	0,67***	0,93***	0,00
Efekt – mix	0/1	0,00	0,57***	0,00	0,00
Miejsce – wewnętrzne	0/1	0,92	0,90	0,00***	0,00***
Miejsce – zewnętrzne	0/1	0,17	0,63***	0,93***	0,00
Efekt wprost	0/1	1,00	0,43***	0,52***	0,00***
Efekt odwrócony	0/1	0,02	0,87***	0,41***	0,00
Czytelność					
Liczba słów	Integer	677	752	687	622
FOG	Float	8,81	9,07	9,91*	8,98
Struktura					
Działania	0/1/2/3	2,75	2,90	2,59	2,69
Wyniki	0/1/2/3	1,94	2,17	1,90	1,54
Sytuacja na rynku	0/1/2/3	1,10	1,63*	1,55*	0,77
Strategia	0/1/2/3	1,46	1,60	1,48	1,46
Prognozy	0/1/2/3	0,29	0,37	0,31	0,46
CAPEX plan	0/1/2/3	0,54	0,33	0,79	0,77

Ton jest oceniany w skali od bardzo negatywnego (1) do bardzo pozytywnego (5), gdzie 0 przypisany jest ton zmienny. Zmienne narrator wskazują, w której osobie prowadzona jest narracja. Zmienne atrybucji wskazują, czy efekt jest pozytywny lub negatywny oraz czy został przypisany do wewnętrznych lub zewnętrznych czynników, jak również, czy mamy do czynienia z efektem wprost, czy odwróconym. Zmienne określające czytelność to liczba słów oraz indeks FOGa zgodnie z definicją z [jasnopis.pl](http://jasnopis.pl). Zmienne określające strukturę wskazuje, ile miejsca poświęcono danemu tematowi od 0, poprzez 1 (jedno zdanie) do 3 (więcej niż jeden akapit). Przyjęty poziom istotności testu sumy rang w odniesieniu do Klastra: \* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001.

Źródło: [Hadro i inni, 2017, s. 317].

Selektywność występuje, gdy przedstawiane są i opisywane: wybrane dane finansowe, dane dla konkretnego produktu/ segmentu/ spółki z grupy kapitałowej oraz porównywane są wyniki z wybranymi podmiotami lub w wybranym przedziale czasowym lub zagregowane wyniki (np. półroczne, a nie za II kwartał) albo zamieszczane są w narracyjnych częściach raportów tylko wybrane bloki tematyczne. Różnice w strukturze opisywanych bloków tematycznych widać w badaniach Hadro i inni [2017], gdzie w klastrach 2 i 3 (spółki mające trudności wewnętrzne, jak również związane z otoczeniem) istotnie więcej miejsca niż w pozostałych klastrach poświęcono opisowi sytuacji rynkowej. Można wnioskować, że celem tego jest pokazanie trudności w danym sektorze lub w całej gospodarce, które przekładają się na złą sytuację w spółkach i przypisanie jej (atrybucja) czynnikom zewnętrznym.

## Zakończenie

Celem artykułu było wyjaśnienie poszczególnych strategii zarządzania wrażeniem oraz pokazanie na przykładach ich zastosowania przez spółki notowane na GPW w Warszawie. Badania przeprowadzone na listach do akcjonariuszy napisanych w języku polskim pokazują, że strategie impression management stosowane w języku angielskim mają swoje odpowiedniki w języku polskim oraz są mocno zróżnicowane, dlatego należy je analizować metodami komputerowymi wraz z kodowaniem „ręcznym”. Dodatkowo spółki stosują wiele strategii równocześnie, dlatego przy ocenie poziomu zarządzania wrażeniem konieczne jest stosowanie miar holistycznych.

## Literatura

- Aerts W. (1994), *On the use of accounting logic as an explanatory category in narrative accounting disclosures*, „Accounting, Organizations and Society”, Vol. 19, No. 4–5.
- Aerts W., Tarca A. (2010), *Financial performance explanations and institutional setting*, „Accounting and Business Research”, Vol. 40, No. 5.
- Beattie V. (2014), *Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: Issues, theory, methodology, methods and a research framework*, „The British Accounting Review”, Vol. 46, No. 2.
- Bloomfield R.J. (2002), *The „Incomplete Revelation Hypothesis” and Financial Reporting*, „Accounting Horizons”, Vol. 16, No. 3.
- Brennan N., Guillamon-Saorin E., Pierce A. (2009), *Impression management: Developing and illustrating a scheme of analysis for narrative disclosures – A methodological note*, „Accounting, Auditing and Accountability Journal”, Vol. 22, No. 5.
- Cho C.H., Roberts R.W., Patten D.M. (2010), *The language of US corporate environmental disclosure*, „Accounting, Organizations and Society”, Vol. 35, No. 4.

- Courtis J.K. (2004), *Colour as visual rhetoric in financial reporting*, „Accounting Forum”, Vol. 28, No. 3.
- Guay W., Samuels D., Taylor D. (2016), *Guiding through the fog: Financial statement complexity and voluntary disclosure*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 62, No. 2.
- Hadro D., Klimczak K.M., Pauka M. (2017), *Impression management in letters to shareholders: Evidence from Poland*, „Accounting in Europe”, Vol. 14, No. 3.
- Henry E. (2008), *Are investors influenced by how earnings press releases are written?*, „Journal of Business Communication”, Vol. 45, No. 4.
- Hirshleifer D., Teoh S.H. (2003), *Limited attention, information disclosure, and financial reporting*, „Journal of Accounting and Economics”, Vol. 36, No. 1–3.
- Hooghiemstra R. (2000), *Corporate communication and impression management—new perspectives why companies engage in corporate social reporting*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 27, No. 1–2.
- Leary M.R., Kowalski R. M. (1990), *Impression management: A literature review and two-component model*, „Psychological Bulletin”, Vol. 107, No. 1.
- Loughran T., McDonald B. (2016), *Textual analysis in accounting and finance: A survey*, „Journal of Accounting Research”, Vol. 54, No. 4.
- Merkel-Davies D.M., Brennan N. (2007), *Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management?*, „Journal of Accounting Literature”, Vol. 27.
- Morris R.D. (1987), *Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice*, „Accounting and Business Research”, Vol. 18, No. 69.
- Pennebaker J.W., Mehl M.R., Niederhoffer K.G. (2003), *Psychological aspects of natural language use: Our words, our selves*, „Annual Review of Psychology”, Vol. 54, No. 1.
- Schleicher T., Walker M. (2010), *Bias in the tone of forward-looking narratives*, „Accounting and Business Research”, Vol. 40, No. 4.
- Schneider D. (1981), *Tactical self-presentation: Toward a broader conception*, w: J.T. Tedeschi (ed.), *Impression Management Theory and Social Psychological Research*, Academic Press, New York.
- Smith M., Taffler R.J. (2000), *The chairman's statement—A content analysis of discretionary narrative disclosures*, „Accounting, Auditing & Accountability Journal”, Vol. 13, No. 5.
- So S., Smith M. (2002), *Colour graphics and task complexity in multivariate decision making*, „Accounting, Auditing & Accountability Journal”, Vol. 15, No. 4.
- Watts R.L., Zimmerman J.L. (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall Inc.
- Watts R.L., Zimmerman J.L. (1990), *Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective*, „Accounting Review”, Vol. 65, No. 1.

## Streszczenie

W artykule omówiono oraz przedstawiono na przykładach strategie zarządzania wrażeniem stosowane w sprawozdawczości narracyjnej. Z przeprowadzonych badań wynika, że w sprawozdaniach spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie publikowanych w języku polskim występują takie same strategie

jak na innych rynkach, których analizy są przedmiotem wielu opracowań naukowych. Złożoność stosowanych strategii powoduje, że przy badaniu poziomu zarządzania wrażeniem w sprawozdawczości narracyjnej konieczne jest użycie miar holistycznych. Artykuł ma charakter metodyczny.

### **Słowa kluczowe**

zarządzanie wrażeniem, sprawozdawczość narracyjna, analiza treści

### **Impression management strategies in Polish financial reports (Summary)**

In the article we discuss and present using the examples from Polish financial reports the impression management strategies. From the analysis it is clear that companies listed on the Warsaw Stock Exchange, publishing financial reports in Polish use exactly the same impression management strategies as companies present on the other markets of which research are widely published in the literature. Due to the fact, that issuers use the range of strategies in financial reports, only holistic measures should be used to analyse the level of impression management.

### **Keywords**

impression management, narrative accounting, content analysis

**Agnieszka Hajduk\***

## **Determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa w świetle statystycznej analizy parametrycznej**

### **Wstęp**

Jednym z kluczowych problemów stojących przed menedżerem finansowym podmiotu gospodarczego jest zagadnienie sposobu finansowania aktywów zarządzanej jednostki. W Polsce problematyka kształtowania struktury kapitału zaczęła być dostrzegana równocześnie z rozpoczęciem przekształceń własnościowych. Wtedy to powstały pierwsze prace podejmujące teoretyczne dyskusje nad strukturą kapitału [Jerzemska, 1999; Gajdka, Walińska, 2000; Duliniec, 2001; Ickiewicz, 2001]. Jednak aplikacja modeli struktury kapitału wypracowanych na rynkach zachodnich nie była w pełni uprawniona w warunkach polskich, z uwagi na słabo jeszcze rozwinięty rynek kapitałowy. Obecnie rynek krajowy należy do dynamicznie rozwijających się, stąd badania nad możliwością zastosowania wypracowanych na świecie modeli struktury kapitału powinny być w Polsce kontynuowane.

Przedstawiona w niniejszym artykule analiza jest próbą wypełnienia luki w zakresie badań dotyczących determinant struktury kapitałowej. Przeprowadzone dotąd badania empiryczne, zarówno na rynkach zagranicznych, jak i krajowym, w zakresie czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstwa, wskazują na złożoność problemu, wynikającą z wielości czynników oraz ich wzajemnego powiązania. Nie pozwalają one też na sformułowanie jednoznacznych wniosków. Badający ten sam czynnik otrzymywali często sprzeczne wyniki, w zależności od kryteriów doboru podmiotów do analizy, liczebności próby, okresu prowadzonych badań, specyfiki branży. W związku z tym kontynuacja eksploracji czynników mających wpływ na wybór źródeł finansowania jest zasadna. Badaniem objęto grupę 385 spółek akcyjnych notowanych na giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w latach 2005–2010, wykorzystując metodę statystycznej analizy parametrycznej – metodę regresji liniowej wielorakiej. Analizę przeprowadzono na dwóch płaszczyznach: na płaszczyźnie makrosektorów (Przemysł, Handel i Usługi) oraz na płaszczyźnie sektorów (Budownictwo, Handel detaliczny, Informatyka). Determinanty,

---

\* Dr, Wydział Przedsiębiorczości i Towaroznawstwa, Akademia Morska w Gdyni, ul. Morska 81-87, 81-225 Gdynia, a.hajduk@wpit.am.gdynia.pl

które poddano analizie empirycznej, to: odsetkowe i nieodsetkowe tarcze podatkowe, wielkość przedsiębiorstwa, jego rentowność, struktura majątku, koszt kapitału i ryzyko finansowe. Zastosowanie metod statystycznej analizy parametrycznej do badania zależności między wskazanymi przez teorie determinantami struktury kapitału a zmianami poziomu zadłużenia umożliwia sprawdzenie, czy wykorzystywane w literaturze światowej zmienne determinują decyzje o sposobie finansowania działalności w spółkach akcyjnych w Polsce.

## 1. Klasyfikacja czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstwa

Funkcjonujące teorie struktury kapitału wskazują na szereg czynników mogących mieć wpływ na poziom zadłużenia przedsiębiorstwa<sup>1</sup>. Według M. Kędziora [2011, s. 163] teoria rysuje tło pod rzeczywisty proces decyzyjny dotyczący ustalania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, w praktyce menedżerowie kierują się określonymi, skwantyfikowanymi czynnikami. Na potrzeby badania przeprowadzono syntetyczny przegląd najczęściej prezentowanych w literaturze przedmiotu klasyfikacji czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstwa.

Jednym z kryteriów podziału jest możliwość reagowania podmiotu na dany czynnik. Można tu wyodrębnić czynniki zewnętrzne (egzogeniczne) oraz wewnętrzne (endogeniczne) [Jerzemska, 1999, s. 51; Kłosowska i inni, 2006, s. 25; Hajduk, 2005b, s. 165]. Czynniki zewnętrzne to te, na które podmiot gospodarczy nie ma wpływu, najczęściej związane z dalszym otoczeniem przedsiębiorstwa, tzw. makrootoczeniem. Wśród czynników makroekonomicznych najczęściej wymienia się: inflację, system podatkowy, sytuację na rynku kapitałowym, politykę rządu, specyfikę branży [Gajdka, 2002, s. 295]. Do czynników wewnętrznych zalicza się zmienne, które są zależne od specyfiki podmiotu gospodarczego, mogą być zatem kształtowane przez przedsiębiorstwo. Czynniki te są zazwyczaj powiązane z otoczeniem bliższym przedsiębiorstwa (otoczeniem konkurencyjnym), stąd noszą również nazwę zmiennych mikroekonomicznych. Do czynników tych można zaliczyć: wielkość przedsiębiorstwa, jego rentowność, rodzaj wytwarzanego produktu, rodzaj posiadanych aktywów, odsetkowe i nieodsetkowe tarcze podatkowe, jakość kierownictwa, koszt kapitału, formę organizacyjno-prawną podmiotu, dostawców kapitału [Bhaduri, 2002, s. 659].

Uwzględniając kryterium specyfiki determinant struktury kapitałowej, można wyodrębnić czynniki prawne oraz ekonomiczne [Jędrzejczak-Gas,

<sup>1</sup> Z uwagi na ograniczoną objętość artykułu pominięto szersze odniesienie poruszanej problematyki do teorii struktury kapitału, które są rozlegle opisane w literaturze przedmiotu [np. Chojnacka, 2012; Czerwonka, 2017; Dulinić, 2001; Gajdka, 2002; Jerzemska, 1999].



2013, s. 585; Kowalik, 2009]. Czynniki prawne wynikają z obowiązujących w danym kraju aktów prawnych. Do tej kategorii zalicza się formę organizacyjno-prawną podmiotu (odmienny jest dostęp do kapitału dla spółek kapitałowych w porównaniu ze spółkami osobowymi), dostępność przedsiębiorstw do różnych form finansowania zewnętrznego własnego i obcego czy konstrukcję podatku dochodowego. Determinanty ekonomiczne są ściśle związane z sytuacją finansową podmiotu gospodarczego, w szczególności można do nich zaliczyć: efektywność osiąganą przez przedsiębiorstwo, planowane tempo rozwoju, skłonność zarządzających do podejmowania ryzyka, koszt kapitału zaangażowanego w firmie, przedmiot działania przedsiębiorstwa [Kowalik, 2009].

Czynniki kształtujące strukturę kapitałową przedsiębiorstwa można również rozpatrywać w kontekście ich wpływu na poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. A. Duliniec proponuje podział na czynniki zachęcające do zwiększania zadłużenia oraz czynniki zniechęcające do powiększania dźwigni finansowej. Do zadłużania przedsiębiorstwa skłaniają przede wszystkim korzyści wynikające z zaangażowania dodatkowych kapitałów obcych. Wśród nich A. Duliniec [2011, s. 95–97] wymienia:

- odsetkowe korzyści podatkowe (wartość tarczy podatkowej),
- efekty dźwigni finansowej (wzrost rentowności kapitału własnego, dzięki angażowaniu kapitałów obcych),
- przeciwdziałanie przeinwestowaniu (zwiększenie dyscypliny w gospodarowaniu środkami pieniężnymi, redukcja kosztów agencyjnych związanych z kapitałem własnym),
- utrzymanie kontroli nad przedsiębiorstwem przez obecnych właścicieli, obrona przed wrogim przejęciem,
- przeciwdziałanie niedowartościowaniu akcji spółki na rynku kapitałowym (redukcja kosztów informacyjnych związanych z pozyskaniem kapitału),
- niskie rynkowe stopy procentowe.

Natomiast zmienne powstrzymujące zadłużanie podmiotu wskazują na koszty związane z tą sytuacją. Do czynników zniechęcających do zwiększania długu w strukturze kapitału można zaliczyć:

- ryzyko bankructwa i koszty trudności finansowych,
- konieczność utrzymania elastyczności finansowej i ratingu kredytowego (zachowanie zdolności do zaciągania zobowiązań),
- przeciwdziałanie niedoinwestowaniu (redukcja kosztów agencyjnych związanych z kapitałem obcym),
- utrzymanie zdolności do wypłaty stabilnych dywidend,
- wysokie rynkowe stopy procentowe.

Przegląd literatury przedmiotu pozwala na konkluzję, że badający determinanty struktury kapitałowej najczęściej akcentują zmienne mikroekonomiczne, kształtowane przez sam podmiot gospodarczy, zależne od jego specyfiki [Hajduk, 2005a, s. 141–152]. Zgodnie z tym podejściem, według S. Titmana i R. Wesselsa [1988, s. 1–19] oraz Ch. Changa, A. Lee, Ch. Lee [2009, s. 197–213], do czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstw należy zaliczyć: przynależność branżową, nieodsetkowe tarcze podatkowe, strukturę majątku, zmienność zysku, perspektywy rozwoju, nietypowość produkcji, rentowność firmy, jej wielkość.

Podobne ujęcie zmiennych objaśniających strukturę kapitału przedsiębiorstw, z perspektywy mikroekonomicznej (nieliczne czynniki makroekonomiczne), prezentuje E. Brigham [1996, s. 173–175], enumerując następujące determinanty: stabilność sprzedaży, strukturę aktywów, dźwignię operacyjną, stopę wzrostu firmy, rentowność przedsiębiorstwa, opodatkowanie, kontrolę zarządu nad firmą, preferencje zarządu, wymagania agencji ratingowych i kredytodawców, warunki rynkowe i wewnętrzne uwarunkowania firmy, elastyczność finansową.

Niektórzy autorzy, klasyfikując determinanty struktury kapitałowej, bezpośrednio nawiązują do funkcjonujących teorii struktury kapitału. Na przykład E. Horton [1991, s. 433] wskazuje takie czynniki, jak: rynek kapitałowy, koszty agencji, opodatkowanie, asymetrię informacji, czynniki materialne, koszty bankructwa, zarządzanie, rynek pracy, dążenie kierownictwa do elastycznego działania. Z kolei A. Damodaran [2007, s. 868–874] uważa, że wybór struktury finansowania zależy od trzech czynników. Po pierwsze, od fazy cyklu życia firmy: przedsiębiorstwa w fazie początkowej oraz szybkiego wzrostu wykorzystują dług mniej intensywnie niż firmy dojrzałe. W miarę spowalniania wzrostu, gdy przepływy pieniężne z istniejących inwestycji rosną i stają się bardziej przewidywalne, jednostki w coraz większym stopniu finansują się długiem. Po drugie, struktura kapitału zależy od zadłużenia innych podmiotów, funkcjonujących w tej samej branży. Przedsiębiorstwa często dążą do utrzymywania struktury finansowania nieodbiegającej od średniej branżowej. Trzecim czynnikiem przesądzającym o doborze struktury kapitału jest motywacja menedżerów, wynikająca z teorii hierarchii źródeł finansowania, poczynawszy od wykorzystania zysków z lat ubiegłych, poprzez emisję instrumentów dłużnych, skończywszy na emisji akcji. A. Damodaran podkreśla, że menedżerowie rzadko wybierają strukturę finansowania po porównaniu korzyści długu z jego kosztami, a w konsekwencji poziom zadłużenia firmy często wynika z czynników nieobiektywnych.

Przedstawiona klasyfikacja czynników kształtujących strukturę kapitału podmiotów gospodarczych wskazała na ich mnogość oraz różnorodność.

Wiele czynników jest wzajemnie ze sobą powiązanych, co powoduje, że problem ten jest złożony, a analiza zmiennych potencjalnie mogących mieć wpływ na poziom zadłużenia przedsiębiorstwa generuje szereg trudności. Jednak rozpoznanie tego zagadnienia pozwala zarządzającym przedsiębiorstwem na podejmowanie bardziej świadomych decyzji w zakresie wyboru źródeł finansowania. Stąd prowadzenie badań empirycznych w zakresie czynników decydujących o wyborze określonej struktury kapitałowej jest zasadne.

## 2. Metodyka badawcza

Celem przeprowadzonych badań była próba weryfikacji następującej hipotezy: Czy zmienne, takie jak: odsetkowa i nieodsetkowa tarcza podatkowa, wielkość przedsiębiorstwa, jego rentowność, struktura majątku, koszt kapitału i ryzyko finansowe, objaśniają strukturę kapitału spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Dobór czynników przyjętych do badań empirycznych wynikał ze studiów literaturowych – analizie poddano determinanty najczęściej analizowane w literaturze światowej [np. Oolderink, 2013; Alves, Ferreira, 2011; Frank, Goyal, 2009; Antoniou i inni, 2008]. Badaniem objęto łącznie 385 spółek akcyjnych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2005–2010. Przyjęto schemat badań dla pięciu obszarów badawczych: dwa makrosektory Przemysł, Handel i Usługi oraz trzy sektory Budownictwo, Handel detaliczny oraz Informatyka<sup>2</sup>. W celu uzyskania porównywalności danych badania przeprowadzono wyłącznie w oparciu o skonsolidowane sprawozdania finansowe sporządzone według międzynarodowych standardów rachunkowości, zaczerpnięte z bazy Notoria Serwis, wersja 19.30.

W podjętych badaniach pojęcie struktury kapitału zawężono do struktury kapitału stałego. Właśnie takie ujęcie znajduje uzasadnienie w kontekście analizy struktury kapitału, gdyż głównie zobowiązania długoterminowe generują stałe koszty finansowe [Jerzemowska, 1999, s. 14]. Zatem jako miernik zmiennej objaśnianej (Y) obrano wskaźnik struktury kapitału opisany następującą formułą:

$$WSK = \frac{\text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{zobowiązania długoterminowe} + \text{kapitał własny}} \quad (1)$$

<sup>2</sup> W badaniu pominięto makrosektor Finanse, z uwagi na odmienną budowę sprawozdań finansowych banków i ubezpieczycieli. Natomiast wybór sektorów do badań został przeprowadzony w oparciu o samodzielnie skonstruowany współczynnik przydatności badawczej.

Mierniki zmiennych objaśniających ( $X_i$ ) zdefiniowano następująco:

$X_1$ . Odsetkowa tarcza podatkowa:

$$OTP = \frac{\text{odsetki}}{\text{aktywa ogółem}} \quad (2)$$

$X_2$ . Nieodsetkowa tarcza podatkowa:

$$NTP = \frac{\text{amortyzacja}}{\text{aktywa ogółem}} \quad (3)$$

$X_3$ . Wielkość przedsiębiorstwa:

$$WkP = \ln(\text{przychody ze sprzedaży}) \quad (4)$$

$X_4$ . Rentowność przedsiębiorstwa:

$$RnP = \frac{\text{zysk operacyjny}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \quad (5)$$

$X_5$ . Struktura majątku:

$$StM = \frac{\text{rzeczowe aktywa trwałe}}{\text{aktywa ogółem}} \quad (6)$$

$X_6$ . Koszt kapitału:

$$KoK = \frac{\text{zysk netto} + \text{odsetki}}{\text{aktywa ogółem}} \quad (7)$$

$X_7$ . Ryzyko finansowe:

$$RzF = \frac{\text{zysk operacyjny}}{\text{zysk operacyjny} - \text{odsetki}} \quad (8)$$

Przyjęte mierniki zmiennych objaśniających zaczerpnięto z literatury przedmiotu [Chang, 2009; Frank, Goyal, 2009; Gajdka, 2000]. W prowadzonych badaniach wszystkie wskaźniki wyznaczono w oparciu o wartości księgowo.

W celu podniesienia jakości analizy statystycznej zebranego materiału empirycznego [Francuz, Mackiewicz, 2007, s. 170–171; Pułaska-Turyńska, 2005, s. 91] zaproponowano własną trzyetapową procedurę identyfikacji obserwacji nietypowych wśród badanych wskaźników, wykorzystującą elementy analizy wizualnej:

- analiza 1-zmiennej, prowadzona w oparciu o wykresy skrzynkowe zmiennych [Aczel, 2000, s. 51–53]: objaśnianej i objaśniających strukturę kapitału spółek,
- analiza 2-zmiennych, przeprowadzona z wykorzystaniem wykresów rozrzutu średnich wartości, wyznaczonych za okres 2005–2010 dla

zmiennych: objaśnianej i objaśniających strukturę kapitału poszczególnych spółek,

- analiza 8-zmiennych, bazująca na wyznaczeniu odległości Mahalanobisa [Kufel, 2011, s. 67], tj. miary identyfikującej obserwacje odstające w łącznym zbiorze danych zmiennej objaśnianej (1 zmienna) i zmiennych objaśniających (7 zmiennych).

Ostatecznie obserwację uznano za skrajnie odstającą i jednocześnie wykluczoną z dalszej analizy statystycznej, jeśli spełniała koniunkcję trzech omówionych kryteriów wykluczenia. W rezultacie analizie statystycznej poddano: 86 spółek makrosektora Przemysł, 110 spółek makrosektora Handel i Usługi, 29 spółek sektora Budownictwo, 18 spółek sektora Handel detaliczny oraz 23 spółki sektora Informatyka.

Analiza parametryczna zależności pomiędzy strukturą kapitału spółek notowanych na GPW w Warszawie S.A. a jej potencjalnymi determinantami została przeprowadzona za pomocą regresji liniowej wielorakiej w oparciu o klasyczną metodę najmniejszych kwadratów KMNK – dobór zmiennych objaśniających z wykorzystaniem eliminacji zmiennych wstecz [Strzała, Przechlewski, 2002, s. 21–31; Sobczyk, 2007, s. 252–266; Aczel, 2000, s. 607–610]. Badania prowadzono, traktując dane w każdym roku obrachunkowym jako dane przekrojowe – badanie zależności w każdym roku z osobna.

### **3. Rezultaty parametrycznej analizy zależności struktury kapitału i jej determinant**

Zasadniczym celem analizy opartej na danych przekrojowych była próba odpowiedzi na pytanie: czy zmienne, takie jak: odsetkowa i nieodsetkowa tarcza podatkowa, wielkość przedsiębiorstwa, jego rentowność, struktura majątku, koszt kapitału i ryzyko finansowe, objaśniają strukturę kapitału spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Drugim celem prowadzonej analizy było zbadanie, na ile zbiór czynników objaśniających strukturę kapitału w poszczególnych latach był homogeniczny. Analizę zależności struktury kapitału i jej determinant ilościowych przeprowadzono dwuwariantowo, tj. w każdym obszarze badawczym: dwa makrosektory oraz trzy sektory (pięć obszarów), a także w każdym roku obrachunkowym objętym badaniem (sześć lat), łącznie 30 przypadków. Rezultaty analizy regresji przedstawiono w tablicach 1 i 2.

**Tablica 1. Graniczny poziom istotności współczynników kierunkowych zmiennych objaśniających wyznaczony metodą regresji liniowej wielorakiej dla wskaźnika struktury kapitału WSK spółek giełdowych w makrosektorach Przemysł oraz Handel i Usługi w poszczególnych latach okresu 2005–2010**

makrosektor Przemysł						
$X_i$	2005	2006	2007	2008	2009	2010
		61	68	75	80	81
OTP	***	***	–	***	***	***
NTP	–	*	–	–	–	–
WkP	–	–	–	–	*	*
RnP	zm. wykl.	zm. wykl.	–	zm. wykl.	–	–
StM	**	***	***	***	***	***
KoK	**	*	**	–	zm. wykl.	zm. wykl.
RzF	–	–	–	**	–	–
makrosektor Handel i Usługi						
$X_i$	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	63	77	96	103	107	101
OTP	–	–	***	–	***	***
NTP	**	*	*	–	–	*
WkP	–	–	–	***	–	***
RnP	–	–	zm. wykl.	–	***	zm. wykl.
StM	***	***	***	***	***	***
KoK	–	zm. wykl.	***	zm. wykl.	**	–
RzF	–	–	–	–	–	**

$p < 0,01$  (\*\*\*);  $p < 0,05$  (\*\*);  $p < 0,10$  (\*) – trend

zm. wykl. – zmienna wykluczona z analizy regresji wielorakiej ze względu na współliniowość  
 Źródło: Opracowanie własne.

Spśród analizowanych zmiennych determinanta struktura majątku najczęściej w istotny sposób kształtowała strukturę kapitału w makrosektorach: Przemysł, Handel i Usługi oraz w sektorach: Budownictwo, Handel detaliczny, Informatyka. Znaczący wpływ na strukturę kapitału spółek giełdowych miała również odsetkowa tarcza podatkowa (poza sektorami Handel detaliczny i Informatyka). Wśród zmiennych objaśniających strukturę kapitału wystąpiły również: nieodsetkowa tarcza podatkowa (makrosektor Handel i Usługi oraz sektor Budownictwo), koszt kapitału (makrosektor Przemysł) oraz rentowność przedsiębiorstwa (sektor Budownictwo).

**Tablica 2. Graniczny poziom istotności współczynników kierunkowych zmiennych objaśniających wyznaczony metodą regresji liniowej wielorakiej dla wskaźnika struktury kapitału WSK spółek giełdowych w sektorach Budownictwo, Handel detaliczny oraz Informatyka w poszczególnych latach okresu 2005–2010**

sektor Budownictwo						
$X_i$	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	18	19	25	26	29	28
OTP	–	–	***	zm. wykl.	**	**
NTP	**	–	***	**	–	zm. wykl.
WkP	–	–	**	***	–	–
RnP	–	**	–	–	**	***
StM	zm. wykl.	***	***	***	**	*
KoK	–	zm. wykl.	–	zm. wykl.	zm. wykl.	zm. wykl.
RzF	–	–	–	–	–	**
sektor Handel detaliczny						
$X_i$	2005 <sup>BM</sup>	2006 <sup>BM</sup>	2007 <sup>BM</sup>	2008	2009	2010 <sup>BM</sup>
	11	15	17	18	17	14
OTP	zm. wykl.	–	–	–	***	–
NTP	zm. wykl.	–	–	*	–	–
WkP	–	–	–	–	–	–
RnP	–	–	zm. wykl.	zm. wykl.	zm. wykl.	zm. wykl.
StM	–	–	zm. wykl.	***	**	–
KoK	zm. wykl.	zm. wykl.	–	–	–	–
RzF	–	–	–	–	**	–
sektor Informatyka						
$X_i$	2005	2006 <sup>BM</sup>	2007	2008 <sup>BM</sup>	2009	2010
	11	16	20	22	23	22
OTP	zm. wykl.	–	zm. wykl.	–	–	–
NTP	–	–	**	–	–	*
WkP	*	–	–	–	–	–
RnP	–	–	–	–	zm. wykl.	zm. wykl.
StM	zm. wykl.	–	zm. wykl.	–	***	***
KoK	–	zm. wykl.	zm. wykl.	zm. wykl.	–	–
RzF	*	zm. wykl.	–	–	zm. wykl.	–

$p < 0,01$  (\*\*);  $p < 0,05$  (\*\*);  $p < 0,10$  (\*) – trend

zm. wykl. – zmienna wykluczona z analizy regresji wielorakiej ze względu na współliniowość

<sup>BM</sup> – brak modelu, wartość statystyki F nieistotna statystycznie,  $p > 0,05$

Źródło: Opracowanie własne.

Podsumowując przeprowadzoną analizę, zaproponowano własny wskaźnik określający stopień wykorzystania przyjętego zestawu zmiennych do objaśniania struktury kapitałowej (SWZ). Wskaźnik SWZ wyraża stosunek sumy częstości, z jaką pojawiały się poszczególne zmienne objaśniające w latach 2005–2010 do pełnej możliwości wykorzystania zestawu przyjętych regresorów (wzór 9). Wskaźnik ten może przyjmować wartości 0–100% (100% to pełne wykorzystanie zbioru zmiennych).

$$SWZ = \frac{\sum f_i}{a \cdot v} \cdot 100\% \quad (9)$$

$f_i$  – częstość, z jaką pojawił się  $i$ -ty regresor w analizie regresji w danym obszarze badawczym w całym okresie 2005–2010,

$a$  – łączna liczba lat rozrachunkowych okresu badawczego 2005–2010,  $a = 6$ ,

$v$  – całkowita liczba regresorów struktury kapitału,  $v = 7$ .

Wartość omawianego wskaźnika dla spółek makrosektora Przemysł wyniosła:

$$SWZ_{pr} = \frac{f_{OTP} + f_{NTP} + f_{WKP} + f_{RNP} + f_{SiM} + f_{KoK} + f_{RzF}}{6 \cdot 7} = \frac{5 + 0 + 0 + 0 + 6 + 2 + 1}{42} = 33\% \quad (10)$$

Wartości pozostałych wskaźników SWZ: makrosektor Handel i Usługi 38%, sektory: Budownictwo 38%, Informatyka 10%, Handel detaliczny 7%. Zatem przyjęty zbiór regresorów najpełniej został wykorzystany w makrosektorach oraz w sektorze Budownictwo.

Reasumując, analiza oparta na danych przekrojowych wykazała, że zbiór czynników przyjętych jako zmienne objaśniające strukturę kapitału spółek notowanych na GPW w Warszawie S.A. nie był homogeniczny w poszczególnych latach oraz obszarach badawczych. Należy podkreślić, że przyjęty do badań zbiór zmiennych objaśniających był zasadny, gdyż struktura kapitału była zależna co najmniej jeden raz w badanym okresie od poszczególnych czynników.

## Zakończenie

Analiza literatury w zakresie kształtowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa pozwala na wysunięcie hipotezy, że modele struktury kapitału są w niewielkim stopniu wykorzystywane w polskiej praktyce gospodarczej. Szczególnym zainteresowaniem w zarządzaniu kapitałem w rodzimych przedsiębiorstwach cieszą się problemy zarządzania operacyjnego, głównie troska o zachowanie płynności finansowej, a strategię kapitałowe nie mają jeszcze odpowiedniego znaczenia. Stąd niezmiernie ważne jest prowadzenie badań na polskim gruncie w zakresie uwarunkowań struktury kapitału, aby wskazać przedsiębiorcom wagę tego problemu,



a jednocześnie pomóc praktykom w procesie podejmowania zasadnych decyzji, dotyczących wyboru źródeł finansowania działalności.

Otrzymane wyniki badań własnych, wskazujące na występowanie statystycznie istotnych zależności między strukturą kapitału a przyjętym zbiorem zmiennych objaśniających strukturę kapitału, mogą stanowić podstawę do dalszych badań w zakresie zróżnicowania zbioru zmiennych objaśniających strukturę kapitału w różnych sektorach działalności gospodarczej. Czynniki kształtujące strukturę kapitału, takie jak: struktura majątku, odsetkowa i nieodsetkowa tarcza podatkowa, rentowność przedsiębiorstwa czy koszt kapitału, postulowane przez teorie struktury kapitału wypracowane na rynkach zachodnich, wyjaśniają kształtowanie tej struktury w przypadku spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w latach 2005–2010. Jednocześnie otrzymane rezultaty badań wskazują, iż należy poszukiwać innych zmiennych, poza przyjętymi w przeprowadzonych badaniach, determinujących wybór struktury kapitałowej przedsiębiorstwa (stosunkowo niski poziom wskaźnika SWZ).

## Literatura

- Aczel A.D. (2000), *Statystyka w zarządzaniu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Alves P.F.P., Ferreira M.A. (2011), *Capital structure and law around the world*, „Journal of Multinational Management”, Vol. 21, No. 3.
- Antoniou A., Guney Y., Paudyal K. (2008), *The Determinants of Capital Structure: Capital Market Oriented versus Bank Oriented Institutions*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 43, No. 1.
- Bhaduri S. (2002), *Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector*, „Applied Financial Economics”, Vol. 12, No. 9.
- Brigham E.F. (1996), *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa.
- Chang Ch., Lee A.C., Lee Ch.F. (2009), *Determinants of capital structure choice: A structural equation modeling approach*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, Vol. 49, No. 2.
- Chojnacka E. (2012), *Struktura kapitału spółek akcyjnych w Polsce w świetle teorii hierarchii źródeł finansowania*, CeDeWu, Warszawa.
- Czerwonka L. (2017), *Struktura kapitału polskich spółek w świetle wybranych teorii*, „Współczesna Gospodarka”, nr 1.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- Duliniec A. (2011), *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie instrumenty*, PWE, Warszawa.
- Duliniec A. (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Francuz P., Mackiewicz R. (2007), *Liczby nie wiedzą skąd pochodzą. Przewodnik po metodologii i statystyce nie tylko dla psychologów*, Wydawnictwo Katolickiego Uniwersytetu Lubelskiego, Lublin.

- Frank M.Z., Goyal V.K. (2009), *Capital structure decisions: Which factors are reliably important*, „Financial Management”, Vol. 38, No. 1.
- Gajdka J. (2002), *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Gajdka J., Walińska E. (2000), *Zarządzanie finansowe – teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Hajduk A. (2005a), *Uwarunkowania struktury kapitałowej a polska praktyka gospodarcza*, w: J. Ostaszewski (red.), *Finanse przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Hajduk A. (2005b), *Wybrane determinanty struktury kapitałowej przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Katedry Zarządzania Nr 6, Gdynia.
- Horton E. (1991), *Factors Affecting Capital Structure Decisions*, „The Financial Review”, Vol. 26, No. 3.
- Ickiewicz J. (2001), *Pozyskiwanie, koszt i struktura kapitału w przedsiębiorstwach*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Jerzemowska M. (1999), *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jędrzejczak-Gas J. (2013), *Struktura kapitału w małych i średnich przedsiębiorstwach*, w: „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 766, „Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia”, nr 62, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Kędzior M. (2011), *Międzynarodowa struktura kapitału przedsiębiorstw*, C.H. Beck, Warszawa.
- Kłosowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E. (2006), *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Kowalik M. (2009), *Determinanty struktury finansowej przedsiębiorstw*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 7.
- Kufel T. (2011), *Ekonometria. Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu Gretl*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Pułaska-Turyna B. (2005), *Statystyka dla ekonomistów*, Difin, Warszawa.
- Oolderink P. (2013), *Determinants of capital structure: Static trade-off theory vs. Pecking-order theory*, Working Paper, Univeristy of Twente, The Netherlands.
- Sobczyk M. (2007), *Statystyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Strzała K., Przechlewski T. (2002), *Ekonometria ina@czej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Titman S., Wessels R. (1988), *The Determinants of Capital Structure Choice*, „Journal of Finance”, Vol. 43, No. 1.

## Streszczenie

W artykule zaprezentowano rezultaty badań własnych nad czynnikami kształtującymi strukturę kapitału przedsiębiorstwa. Teorie struktury kapitału wskazują szereg determinant, które wpływają na decyzje finansowe podmiotów gospodarczych w zakresie wyboru źródeł finansowania. Przeprowadzone dotąd badania empiryczne w zakresie czynników kształtujących strukturę kapitału przedsiębiorstwa również wskazują na złożoność problemu, wynikającą z wielości czynników oraz ich wzajemnego powiązania. Wobec powyższego podjęto

badania własne mające na celu próbę odpowiedzi na pytanie: czy zmienne, takie jak odsetkowa i nieodsetkowa tarcza podatkowa, wielkość przedsiębiorstwa, jego rentowność, struktura majątku, koszt kapitału i ryzyko finansowe, objaśniają strukturę kapitału spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Badaniom poddano grupę 385 spółek giełdowych w latach 2005–2010, wykorzystując metodę statystycznej analizy parametrycznej – metodę regresji liniowej wielorakiej. Analizę przeprowadzono na dwóch płaszczyznach: na płaszczyźnie makrosektorów (Przemysł, Handel i Usługi) oraz na płaszczyźnie sektorów (Budownictwo, Handel detaliczny, Informatyka). Wykazano zależność struktury kapitałowej badanych spółek od czynników: struktura majątku oraz odsetkowa tarcza podatkowa (oba makrosektory, wszystkie badane sektory). Wśród zmiennych najczęściej objaśniających strukturę kapitału wystąpiły również: nieodsetkowa tarcza podatkowa (makrosektor Handel i Usługi oraz sektor Budownictwo), koszt kapitału (makrosektor Przemysł) oraz rentowność przedsiębiorstwa (sektor Budownictwo).

### **Słowa kluczowe**

struktura kapitału, analiza zależności, spółki giełdowe

### **Determinants of the enterprise capital structure in the light of statistical parametric analysis (Summary)**

The article analyzes the relationship between the enterprises capital structure and selected factors, such as debt and non-debt tax shield, the size of a company, its profitability, the company's asset structure, the cost of capital, the financial risk. The study was conducted on the financial statement set of 385 companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the years of 2005–2010. Research have been carried out in two macrosectors, i.e. Industry, Trade and Services, and three given sectors: Building Industry, Retail Trade, Information Technology. The research was done by means of statistical parametric analysis method – multiple linear regression. The research shows the dependence of the capital structure of the surveyed companies on the factors: the share of fixed assets in the whole company assets and the debt tax shield (for both macrosectors and all sectors tested). Among the variables most frequently explaining the capital structure were also: the non-debt tax shield (macrosector Trade and Services, sector Building Industry), the cost of capital (macrosector Industry), and the enterprise profitability (sector Building Industry).

### **Keywords**

capital structure, dependency analysis, joint-stock companies



Leszek Koziół\*

Karolina Chrabąszcz-Sarad\*\*

## Kontrakt menedżerski narzędziem nadzoru właścicielskiego w przedsiębiorstwach komunalnych

### Wstęp

Skala i tempo przemian zachodzących w otoczeniu organizacji i zmieniające się zasady jej funkcjonowania wymaga odpowiedniej modyfikacji stosowanych mechanizmów nadzorczych i zarządczych. Analiza i opis mechanizmów nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) stanowią jedno z największych wyzwań ekonomii i współczesnej teorii zarządzania<sup>1</sup>.

Głównym celem nadzoru korporacyjnego jest tworzenie warunków rozwoju, a w szczególności wzrostu efektywności i konkurencyjności przedsiębiorstwa. Ogólne sposoby realizacji tego celu zawierają liczne już koncepcje nadzoru korporacyjnego, w tym zwłaszcza teoria agencji, teoria kosztów transakcyjnych czy teoria kontraktów niekompletnych.

Przywołane teorie, silnie z sobą powiązane, zawierają podobną tezę, mówiącą, że podstawę nadzoru korporacyjnego stanowi kontraktowe ujęcie przedsiębiorstwa [Mesjasz, 2005, s. 319]. Natomiast kontrakty menedżerskie to szczególny rodzaj kontraktów w systemie nadzoru korporacyjnego. Określenie właściwej struktury i natężenia bodźców jest bowiem ważnym problemem tego nadzoru.

Kodeks cywilny nie klasyfikuje kontraktu menedżerskiego do umów nazwanych, ale ustawodawca zrobił pierwszy krok w tym obszarze – wprowadził umowy o zarządzanie w odniesieniu do prywatyzowanych i restrukturyzowanych przedsiębiorstw państwowych. Według nowych zasad z osobami zarządzającymi spółkami Skarbu Państwa lub samorządów

---

\* Prof. dr hab., Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-419 Kraków, koziol@interia.pl

\*\* Mgr, Wydział Zarządzania i Turystyki, Małopolska Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Tarnowie, ul. Szeroka 9, 33-100 Tarnów, kchrabaszcz@wp.pl

<sup>1</sup> Dla celów analiz przyjęto, że nadzór korporacyjny to zbiór instytucji prawnych i ekonomicznych oraz mechanizmów kontroli mających na celu zapewnienie efektywnego funkcjonowania przedsiębiorstwa w sytuacji pojawienia się różnych interesów podmiotów zaangażowanych w ich funkcjonowanie (Polskie Forum Corporate Governance). Natomiast przez nadzór właścicielski rozumie się układ instytucji i odpowiadających im mechanizmów kontroli wykorzystywanych przez właściciela kapitału; jest to zatem sposób sprawowania czynności nadzorczych i zarządczych w przedsiębiorstwie. Nadzór właścicielski utożsamiany jest z formalnym systemem odpowiedzialności najwyższego kierownictwa przed akcjonariuszami [Jerzemowska, 2002, s. 20].

należy zawierać wyłącznie kontrakty menedżerskie. Tak stanowi ustawa z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami [Koziół, Barwacz, 2016, s. 166 i 168; ustawa, 2016].

W artykule przyjęto, że kontrakt menedżerski to zawarcie umowy o zarządzanie firmą, która powoduje przeniesienie przez właścicieli tej firmy na osobę zarządzającą (menedżera) uprawnień do samodzielnego podejmowania czynności faktycznych i prawnych dotyczących zarządzania firmą.

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji oceny efektywności kontraktów menedżerskich w przedsiębiorstwach komunalnych oraz prezentacja wyników pilotażowych badań empirycznych. Problemem badawczym jest identyfikacja korzyści i dysfunkcji wprowadzonych kontraktów menedżerskich oraz wskazanie sposobów usprawnienia tej formy zatrudnienia osób na stanowiskach kierowniczych. Dokonano charakterystyki sektora przedsiębiorstw komunalnych, identyfikacji uwarunkowań ekonomiczno-organizacyjnych i prawnych implementacji kontraktów menedżerskich oraz zaprezentowano opinie prezesów badanych spółek.

W badaniu wykorzystano metodę analizy wyników badań poprzedników, metodę analizy finansowej oraz technikę wywiadu z menedżerami badanych przedsiębiorstw, wywiad z przedstawicielami właściciela – jednostki samorządu terytorialnego.

## **1. Ramowe ujęcie koncepcji analizy efektywności kontraktów menedżerskich w przedsiębiorstwie komunalnym**

W polskiej nomenklaturze pojęcie kontraktu nie jest jednoznaczne. Za kontrakty menedżerskie uważa się wszelkie formy zatrudniania menedżerów, czyli osób, które pełnią funkcje kierownicze w przedsiębiorstwie [Ziółkowska, 2009, s. 471]. Kontrakt zwany jest także umową menedżerską czy umową o zarządzanie przedsiębiorstwem. Część autorów za kontrakt uważa jedynie umowę cywilnoprawną, dotyczącą szeroko pojętych usług zarządzania przedsiębiorstwem lub jego częścią, natomiast pozostali do kontraktów menedżerskich zaliczają także umowę o pracę [Walentyłowicz, 2000, s. 45–46]. G. Orłowski i A. Patulski przez kontrakt menedżerski rozumieją umowę cywilnoprawną o świadczenie usług menedżerskich, która jest zgodna z art. 750 k.c. [Orłowski, Patulski, 1999, s. 4]. Podobne stanowisko reprezentuje A. Mróz [1997, s. 2–4]. Z kolei J. Pawłowska uważa, że umowa o zarządzanie przedsiębiorstwem, czyli kontrakt menedżerski, może mieć charakter umowy cywilnoprawnej, ale w zależności od woli stron może to być umowa-zlecenie, o dzieło, mieszana lub nienazwana. Taki kontrakt menedżerski jej zdaniem zazwyczaj zawierany jest w spółkach

prawa handlowego (w spółkach akcyjnych i z ograniczoną odpowiedzialnością) [Pawłowska, 1996, s. 55].

Ważnym elementem definicji jest zwrot „umowa o świadczenie usług” (art. 750 k.c.). Zarządzanie jest typową usługą, w związku z czym należy stosować do niego normy kodeksu cywilnego dotyczące zobowiązań odnoszących się do świadczenia usług, czyli przede wszystkim mówimy o umowie-zleceniu i umowie o dzieło. Z. Kubot jest zdania, iż kontrakty menedżerskie mogą mieć charakter umów cywilnoprawnych, ale mogą być też umowami o pracę [Kubot, 1994].

Istotą kontraktu jest to, że jedna strona – usługobiorca (menedżer, zarządca) – zobowiązuje się do odpłatnego prowadzenia przedsiębiorstwa drugiej stronie, tj. przedsiębiorcy, usługodawcy, w imieniu przedsiębiorcy, na jego rachunek i ryzyko.

Kluczem do wyjaśnienia kontraktu jest postać zarządcy, który wyraża przypuszczenie co do przyszłości firmy, podejmuje trud określenia modelu biznesu, mobilizując i twórczo organizując potrzebne zasoby i procesy. Podstawę kontraktu stanowi realizowana w praktyce przedsiębiorstwa idea autonomii w zakresie określania celów i sposobów ich realizacji oraz system pomiaru wyników i bodźców, jak również ustanowienie odpowiednich relacji (związku) między nimi.

Sporządzenie kontraktu menedżerskiego jest trudne, wymaga przeprowadzenia wielu prac analitycznych i studialnych, których wyniki będą determinować ostateczne rozwiązanie. Są to najczęściej czynności identyfikacyjne, badania porównawcze i benchmarking, decyzje projektowo-wdrożeniowe wymagające myślenia systemowego i podejścia historycznego, formalizacja i inne.

Proces przygotowania kontraktu opiera się na następujących założeniach:

- nieodzowna jest identyfikacja i opis dziedziny funkcjonowania przedsiębiorstwa, charakterystyka jego mechanizmów nadzorczych i kontrolnych, ze zwróceniem szczególnej uwagi na sektor działania: prywatny, publiczny;
- metody oceny efektywności kontraktów menedżerskich (szerzej struktury bodźców) powinny być rozdzielone na dwie grupy: metody oceny przedsięwzięć dochodowych (rynkowych) oraz metody odnoszące się do oceny przedsięwzięć niedochodowych (sektor publiczny);
- przy określaniu postanowień umowy o zarządzanie kryteria oceny efektywności zarządzania powinny być dostosowane do rodzaju prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności gospodarczej oraz sytuacji ekonomicznej konkretnego przedsiębiorstwa komunalnego;

- w przypadku przedsiębiorstw komunalnych system ten mogą stanowić kryteria ekonomiczne i społeczne, mogą to być łatwo obserwowalne zmienne, jak i trudno mierzalne modele-wzorce, np. kryteria użytkowe, ekologiczne, polityczne czy też biologiczne – związane z funkcją życiową człowieka;
- analiza ukierunkowana na ocenę efektywności kontraktów menedżerskich lub innej zaprojektowanej struktury bodźców wykorzystuje istniejące modele-wzorce (benchmarki) lub modele-wzorce, które należy dopiero przygotować;
- wśród licznych metod oceny efektywności systemu bodźców dominującą rolę ma analiza efektywności ekonomicznej, dotycząca perspektywy ekonomiczno-finansowej, która opiera się na kryterium zdolności generowania zysków. Konkretyzacją tej metody jest technika zarządzania przez pieniądz i technika zarządzania przez cele, często wykorzystywana w zarządzaniu;
- istotnym elementem umowy powinien być przygotowany i zatwierdzony przez organ założycielski program restrukturyzacji przedsiębiorstwa – wykonanie tego zadania stanowi ważne kryterium oceny efektywności zarządzania przedsiębiorstwem;
- niezwykle użyteczną metodą jest analiza preferencji, ze zwróceniem uwagi szczególnie na metodę opinii ekspertów, metodę pogłębionego wywiadu (*Case Study Protocols*), kwestionariusz ankiety;
- istotnym zadaniem metodycznym jest opracowanie zasad i określenie warunków implementacji systemu bodźców, wskazanie i doskonalenie technik wdrożenia projektu;
- efektywnym instrumentem implementacji kontraktów menedżerskich jest wykorzystanie idei zarządzania projektami w działalności restrukturyzacyjnej i innowacyjnej – stanowiących wartość dla przedsiębiorstwa.

Wniosek, jaki można wysnuć z tych analiz to ten, który mówi, że skuteczne zarządzanie może zapewnić tylko taki system motywacji, który pozwoli docenić kompetencje i uzyskane efekty oraz zrównoważy ryzyko i odpowiedzialność, jaka spoczywa na kadrze kierowniczej. Funkcję taką mają spełniać kontrakty menedżerskie, które odgrywają dużą rolę w teorii i praktyce nadzoru właścicielskiego [Koziół, Barwacz, 2016, s. 174]. Silnie oddziałują one na zakres i swobodę decyzyjną, sprawność operacyjną i osiągnięcie celów strategicznych.

Celem badań jest przedstawienie charakterystyki sektora przedsiębiorstw komunalnych, identyfikacja uwarunkowań ekonomiczno-organizacyjnych i prawnych wprowadzenia kontraktów menedżerskich oraz prezentacja opinii prezesów na te tematy.



W badaniach wykorzystano metodę analizy oraz technikę wywiadu. W szczególności zanalizowano wyniki badań poprzedników oraz sprawozdania finansowe przedsiębiorstw komunalnych działających w Tarnowie. Przeprowadzono pięć wywiadów z prezesami zarządu badanych spółek. Respondenci (prezesi) zastrzegli sobie anonimowość – nie zostały zatem ujawnione ich dane osobowe oraz informacje dotyczące kierowanych przedsiębiorstw.

## 2. Charakterystyka przedsiębiorstw komunalnych oraz polityka wynagradzania osób kierujących tymi przedsiębiorstwami

Cechami charakterystycznymi spółek z udziałem jednostek samorządu terytorialnego w sferze użyteczności publicznej są obligatoryjne, wskazane w ustawie o gospodarce komunalnej cele i przedmiot działalności. Cel takich spółek został określony w ustawie jako bieżące i nieprzerwane zaspokojenie zbiorowych potrzeb ludności [ustawa, 1996, art. 1 ust. 2]. Z kolei przedmiotem działalności tych spółek jest świadczenie usług powszechnie dostępnych [Jagoda, Łobos-Kotowska, 2008, s. 69]. Strukturę podmiotów organizacyjnych realizujących zadania związane z gospodarką komunalną w Polsce według stanu na koniec 2015 prezentuje tablica 1.

**Tablica 1. Podmioty komunalne według form organizacyjnych w latach 2011–2015**

	2015	2014	2013	2012	2011
Zakład budżetowy	779 17%	774 15%	799 16%	796 16%	795 17%
Jednostka budżetowa	1162 26%	1475 28%	1364 27%	1231 26%	1223 26%
Suma %	43%	43%	43%	42%	43%
Spółki kapitałowe razem w tym:	2597 57%	3070 57%	2931 57%	2811 58%	2709 57%
Spółki z o. o.	2324	2639	2512	2402	2312
Spółki akcyjne	273	431	419	409	397
Suma razem	4538	5319	5094	4838	4727

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji Ministerstwa Skarbu Państwa o przekształceniach i prywatyzacji mienia komunalnego według stanu w latach 2011–2015.

Najczęściej stosowaną formą organizacyjną prowadzenia gospodarki komunalnej są spółki prawa handlowego – 57% w 2015 r. Jednak wynik 43% wskazuje, iż wciąż dużo podmiotów gospodarczych występuje w formie jednostek organizacyjnych sektora finansów publicznych (17% zakładów

budżetowych i 26% jednostek budżetowych w 2015 roku). Tablica 1 pokazuje, iż wskaźnik ten utrzymuje się w ostatnich kilku latach.

Przedsiębiorstwa komunalne to dostawcy specyficznych usług, a ich działania są zorientowane na odbiorcę usług – klienta. Działania te powinny reprezentować pewien określony przez właściciela standard, czyli jakość świadczonych usług powinna odpowiadać poziomowi zadowolenia odbiorców danej usługi. Przyjęty poziom jakości dotyczy zwykle takich aspektów, jak: spełnienie określonych norm fizycznych usługi (standardy techniczne, sanitarne itp.), określenie stopnia ciągłości świadczenia danej usługi czy stopnia jej dostępności. O poziomie działania (usługi) świadczy także jej wykonanie środkami najbardziej skutecznymi, wydajnymi i ekonomicznymi. Aby to osiągnąć, należy zapewnić przedsiębiorstwu możliwość stosowania nowoczesnych metod zarządzania oraz wdrożenie mechanizmów poprawy efektywności działania.

Zagadnienia nadzoru właścicielskiego nad spółkami prawa handlowego w Polsce reguluje kodeks spółek handlowych, natomiast w przypadku spółek z udziałem samorządu terytorialnego zagadnienia te zostały ujęte w ustawie o gospodarce komunalnej. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych organem właściwym do tworzenia gminnych jednostek organizacyjnych jest rada gminy. Rada gminy jest wyposażona w uprawnienia o charakterze nadzorczym i władczym. Ustawa o samorządzie gminnym stanowi, że gmina w celu wykonywania swoich zadań może tworzyć jednostki organizacyjne. Jednostka organizacyjna wykonuje zadania publiczne oraz jest uprawniona do nawiązywania stosunków administracyjnoprawnych [ustawa, 1990, art. 9 ust. 1].

Nadzór właścicielski wspomnianych przedsiębiorstw można realizować na różne sposoby, na przykład przez tworzenie instytucji nadzorczych w postaci rad nadzorczych, rad administrujących, dodatkowych poziomów zarządzania, rad programowych i doradczych, komisji rewizyjnych itp. Inny sposób to kontrola działań pełnomocnika przez m.in. wprowadzenie systemu controllingu, audytu wewnętrznego, strategicznej karty wyników; rozbudowę takich narzędzi, jak system informacyjny, budżetowanie, sprawozdawczość, rozwój struktur organizacyjnych. Jeszcze inne rozwiązania to sporządzenie kontraktów dotyczących rezultatów działań przedsiębiorstwa [Koziół, 2011, s. 107–108].

Duża grupa autorów zajmująca się tematyką nadzoru właścicielskiego widzi rozwiązanie tego problemu w sporządzaniu kontraktów dotyczących rezultatów działalności, opartych na efektach powiązanych z systemem bodźców [Koziół, 2011, s. 108; Barwacz, 2011, s. 32]. Do podobnych wniosków doszły władze RP, które ustawą z dnia 9 czerwca 2016 r. wprowadziły

obowiązek zawarcia umowy o świadczenie usług zarządzania, czyli tzw. kontrakt menedżerski, m.in. w sektorze przedsiębiorstw komunalnych.

W zakresie stosunku prawnego dotyczącego pełnienia funkcji przez członka organu zarządzającego nowa ustawa „kominowa” wprowadza jednolity model jego nawiązywania, wskazując na powinność zawierania z takimi osobami wyłącznie umów o świadczenie usług zarządzania, czyli umów cywilnoprawnych. Tym sposobem wyłączność otrzymały kontrakty menedżerskie, a wykluczone zostało zawieranie umów o pracę [Krzyszowska-Dąbrowska, Rogocz, 2016].

Zamierzeniem ustawodawcy jest także ustalenie właściwej proporcji między potrzebą zapewnienia elastycznego mechanizmu określania wspomnianych wynagrodzeń i zbliżenia go w maksymalnym stopniu do zasad obowiązujących na rynku a potrzebą pełnej realizacji konstytucyjnej zasady sprawiedliwości społecznej. Ustawodawca kierował się chęcią zastąpienia dotychczasowych stosunkowo archaicznych i nieefektywnych mechanizmów kształtowania wynagrodzeń, które przez sztywne ustalenie maksymalnych wynagrodzeń nie pozwalały na pozyskanie najbardziej skutecznych i odpowiednie wynagradzanie najważniejszych osób w spółkach poprzez uzależnienie wynagrodzeń od wyników [Michalski, 2016; Czernis, 2016].

Ustawa z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami w art. 5 wskazuje, iż z członkiem organu zarządzającego spółka zawiera umowę o świadczenie usług zarządzania. Zaś w art. 4 ustawa wskazuje, iż wynagrodzenie całkowite członka organu zarządzającego składa się z części stałej i zmiennej. Część stała wynagrodzenia uzależniona jest od „skali działalności spółki, w szczególności wartości jej aktywów, osiąganych przychodów i wielkości zatrudnienia (...)”. Ustawodawca wymienia także podstawowe cele zarządcze, jakie powinny być brane pod uwagę przy formułowaniu kontraktu menedżerskiego oraz określaniu wynagrodzenia dla menedżera. Są to: wzrost zysku netto albo zysku przed pomniejszeniem o odsetki, podatki i amortyzację albo dodatnią zmianę tempa wzrostu jednego z tych wyników; osiągnięcie albo zmiana wielkości produkcji albo sprzedaży, wartość przychodów ze sprzedaży, z działalności operacyjnej; zmniejszenie strat, obniżenie kosztów zarządu czy prowadzenia działalności; realizacja strategii lub planu restrukturyzacji; osiągnięcie lub zmiana wskaźników rentowności, płynności finansowej, efektywności zarządzania, wypłacalności; realizacja inwestycji z uwzględnieniem skali, stopy zwrotu, innowacyjności, terminowości inwestycji; zmiana pozycji rynkowej spółki (np. udział w rynku); realizacji polityki kadrowej; wzrost zaangażowania pracowników. Polskie prawo finansowe nie zawiera przepisów

obligujących w sposób bezpośredni jednostki sektora finansów publicznych do stosowania wskaźników pozwalających na ocenę rozmiarów i jakości wykonywanych przez nie zadań, jednak ustawa o finansach publicznych wskazuje przepisy, z których taki obowiązek wynika. Art. 28 ust. 3 pkt 1 określa: „wydatki publiczne powinny być dokonywane w sposób celowy i oszczędny, z zachowaniem zasady uzyskiwania najlepszych efektów z danych nakładów”.

Ważne jest określenie mierzalnych i ujednoczonych wskaźników, przydatnych do pomiaru jakości i ilości świadczonych usług technicznych. Wskaźniki te podzielić można na trzy grupy:

- 1) wskaźniki ekonomiczne – służące do oceny efektywności działalności podmiotu świadczącego usługi, prowadzonych przez niego działań inwestycyjnych;
- 2) wskaźniki techniczno-ekonomiczne;
- 3) wskaźniki pozaekonomiczne – np. jakość produktu uzyskiwanego w ramach realizacji usługi (np. woda o jakości spełniającej wymagania sanitarne), pewność i ciągłość zapewnienia dostaw, stopień zaspokojenia potrzeb itd.

Działalność w zakresie świadczenia usług technicznych nie może podlegać wyłącznie prawom swobody prowadzenia działalności gospodarczej. Zaspokaja ona bowiem podstawowe potrzeby ludności, a jednocześnie usługodawca występuje w roli monopolisty. Mierniki jakości i ilości usług powinny służyć jednocześnie samemu podmiotowi i jego właścicielowi, który sprawuje nadzór właścicielski.

### 3. Wyniki badań empirycznych

Liczba merytorycznych badań, które przedstawiają wpływ wdrożenia kontraktów menedżerskich na wyniki i funkcjonowanie spółek komunalnych, jest niewielka. Pozytywne rezultaty takiego działania opisano na przykładzie wielkich przedsiębiorstw (*chaebols*) w Korei Południowej, gdzie kontrakty są zawierane na różnych szczeblach zarządzania. Stwierdzono tam, że kontrakty menedżerskie wprowadzone w przedsiębiorstwach komunalnych przyczyniły się do sprawnej realizacji strategii rozwojowej przedsiębiorstw, zwiększenia wartości dla akcjonariuszy, adaptacyjności i rozwoju tych przedsiębiorstw (*business community*) [Chew, Gillan, 2009, s. 198]. Innym przykładem może być prywatyzacja 47 indyjskich przedsiębiorstw, będących własnością rządu, które po wprowadzeniu kontraktów menedżerskich w krótkim czasie osiągnęły lepsze rezultaty w zakresie zyskowności, produktywności i inwestowania. Badacze zgodnie podkreślają, że nastąpiły one pod wpływem oddziaływania rynku (konkurencyjności) oraz kontraktów menedżerskich [Chew, Gillan, 2009,

s. 172]. Zdaniem Stowarzyszenia Gmin stanu Wiktoria w Australii istnieje kilka kluczowych elementów, jakie powinno się rozważyć jako część dobrych praktyk zarządzania kontraktami, m.in. funkcja motywacyjna/mobilizacyjna kontraktu, prawidłowo określona rola i obowiązki świadczeniodawcy, monitoring wyników, etyczne postępowanie w biznesie czy warunki rozwiązania kontraktu [Chestine, 2014, s. 13].

Badaniami objęto spółki komunalne, których właścicielem lub znaczącym udziałowcem jest Gmina Tarnów. Gmina posiada udziały (akcje) w dziesięciu spółkach o charakterze użyteczności publicznej: Miejski Zarząd Budynków Sp. z o.o. (100%), Mościckie Centrum Medyczne Sp. z o.o. (100%), Przedsiębiorstwo Usług Komunalnych Sp. z o.o. (100%), Zespół Przychodni Specjalistycznych Sp. z o.o. (100%), Tarnowskie Towarzystwo Budownictwa Społecznego Sp. z o.o. (100%), Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne Sp. z o.o. (100%), Miejskie Przedsiębiorstwo Gospodarki Komunalnej Sp. z o.o. (100%), Tarnowski Klaster Przemysłowy S. A. (98,9%) Miejskie Przedsiębiorstwo Energetyki Ciepłej S. A. (6,1%), Tarnowskie Wodociągi Sp. z o.o. (47,5%). Spółki te stanowią ważny element potencjału gospodarczego Tarnowa. W sumie zatrudniają ok. 1500 osób.

Kapitał Miasta zaangażowany w spółkach w 2016 r. wynosił 240 mln zł, przychody ogółem osiągały poziom 280 mln zł, a wypracowany zysk netto ok. 20 mln zł. Środki te przeznaczono na realizację zadań inwestycyjnych podnoszących jakość świadczonych usług. Warto dodać, że wszystkie analizowane przedsiębiorstwa miały płynność finansową i bez zakłóceń regulowały bieżące zobowiązania.

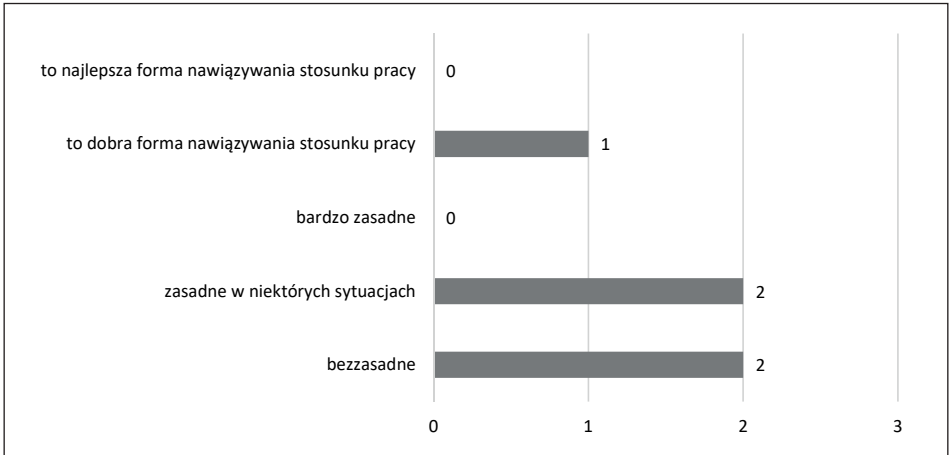
Niżej przedstawiono rezultaty pilotażowych badań socjologicznych, tj. przeprowadzonych wywiadów z pięcioma prezesami zarządu (tylko tylu prezesów z 10 spółek Gminy Tarnów wyraziło zgodę na wzięcie udziału w badaniu). Respondenci nie wyrazili zgody na publikację nazw spółek, które wzięły udział w badaniu. Co ważne, wszyscy respondenci kierują spółkami od kilku kadencji, większość od momentu powstania spółki. Respondenci to mężczyźni z wykształceniem wyższym ekonomicznym (3 osoby), prawniczym (1 osoba) i technicznym (menedżerskim 1 osoba). Dochód roczny prezesów mieści się w przedziale 90 000–150 000 zł.

Z wywiadu przeprowadzonego również ze stroną właścicielską wynika, iż kontrakty zostały opracowane przez prawników strony właścicielskiej, a w następnej kolejności rada nadzorcza wyrażała opinie, negocjowała zapisy z zarządem poszczególnych spółek. Ostateczny kształt dokumentu był zatwierdzany uchwałą walnego zgromadzenia. Z dziesięciu tarnowskich spółek, jeden z prezesów spółki ze 100% udziałem miasta odmówił podpisania kontraktu i rozwiązano z nim stosunek pracy. Prezesem została

inna osoba. W dwóch spółkach, w których miasto jest jedynie udziałowcem, również zarząd odmówił podpisania kontraktu w przedstawionej formie.

Wyniki pokazują, iż prezesi badanych spółek w przeważającej większości nie uważają za zasadne, aby w ich przypadku (w spółkach komunalnych) formą zatrudnienia była umowa cywilnoprawna, czyli kontrakt menedżerski (rys. 1).

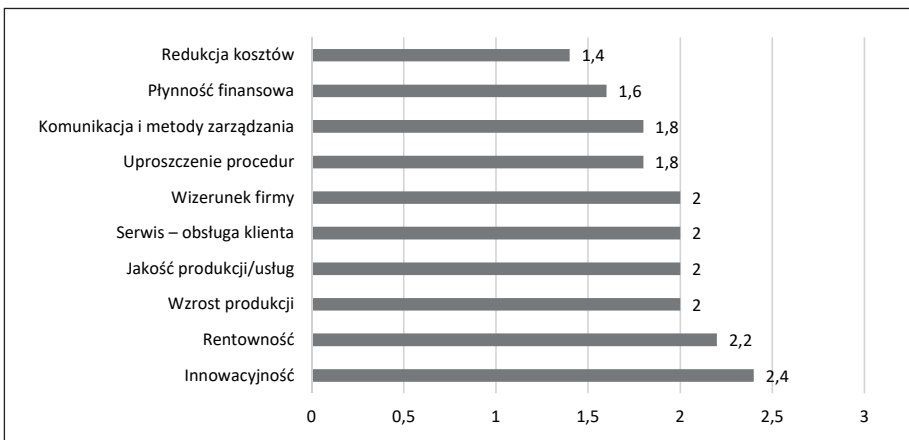
**Rysunek 1. Ocena zasadności zatrudnienia członka organu zarządzającego na podstawie kontraktu menedżerskiego (liczba wskazań na 5 odpowiedzi)**



Źródło: Opracowanie własne.

Podkreślili, że ta forma zatrudnienia nie oddziałuje znacząco na realizację celów przedsiębiorstwa (rys. 2).

**Rysunek 2. Ocena stopnia wpływu zatrudnienia członka organu zarządzającego na podstawie kontraktu na wyniki spółki (w skali 1–5)**



Źródło: Opracowanie własne.

Pytani o korzyści zatrudnienia na podstawie kontraktu respondenci chętniej wymieniali wady. Jednak co do wskazanych zalet to można je podzielić na dwie grupy w podziale dla spółki i dla zarządzającego. Korzyścią dla spółki może być fakt, iż kontraktowe zatrudnienie menedżerów daje możliwość bardziej swobodnej polityki kadrowej. Zaletą może być również indywidualne definiowanie celów i zadań dla zarządzającego w kontrakcie. Korzyścią stworzoną świadomie lub nie przez ustawodawcę jest możliwość pozbawienia menedżerów dotychczasowych praw nabytych, co może skutkować pewnymi „oszczędnościami” w spółkach. Z punktu widzenia zarządzającego respondenci nie zauważyli znaczących korzyści. Kontrakt menedżerski z zasady stwarza możliwość np. elastycznego gospodarowania czasem, wykonywania czynności zarządczych czy ewidencji kosztów tej działalności, możliwość rozliczania podatku na zasadach ogólnych prowadzonej działalności gospodarczej itp. Faktycznie jednak pod nazwą i treścią „kontrakt menedżerski” ukryty jest stosunek pracy przy jednoczesnym pozbawieniu zarządzającego praw wynikających z kodeksu pracy (tab. 2).

**Tablica 2. Ocena korzyści/zalet zatrudnienia członków organu zarządzającego na podstawie kontraktu menedżerskiego wg interlokutorów**

Korzyści	
Dla spółki	Dla zarządzającego
Bardziej swobodna polityka kadrowa i lepsza kontrola nad realizacją zadań spółki	Elastyczne gospodarowanie czasem pracy (choć uwarunkowana obowiązkową ewidencją)
Indywidualne definiowanie celów i zadań	–
„Oszczędności” wynikające z pozbawienia menedżera dotychczas nabytych praw i uprawnień	–
Możliwość ewidencjonowania kosztów działalności	
Możliwość rozliczania podatku na zasadach ogólnych	
Lepsza motywacja ze strony zarządu – lepsze efekty dla spółki	

Źródło: Opracowanie własne.

Wprowadzenie obowiązku zatrudniania menedżerów w spółkach komunalnych miało z zasady wpływać na wzrost ich motywacji, a tym samym na zwiększenie wyników spółki. W praktyce – jak wynika z analizy niektórych wypowiedzi – kontrakt w obecnej formie motywuje mniej niż poprzednia forma zatrudnienia – umowa o pracę. Respondenci oceniają swój kontrakt menedżerski jako kontrakt transponowany z umowy o pracę,

gdyż tego wymagała nowa ustawa. Określają kontrakt jako wprowadzający rygorystyczne założenia niwelujący nabyte dotychczas uprawnienia, choćby ochronę w okresie przedemerytalnym, odpłatność, gwarancję zatrudnienia, a nierekompensujący tego wyższym wynagrodzeniem. Menedżer zatrudniony na podstawie kontraktu, mając precyzyjnie określone cele, ma osiągnąć konkretny wynik. Nie powinno mieć znaczenia, w jakim czasie, ile godzin dziennie/tygodniowo świadczy usługi, gdyż osiąga założony wynik. Jednak powszechnie zawarte kontrakty w spółkach komunalnych (bazując na uzyskanych wzorach) dyscyplinują prezesa do ewidencjonowania czasu pracy oraz wskazują prawo do 26-dniowego płatnego urlopu wypoczynkowego. Głębsza analiza otoczenia oraz wywiadów z obiema stronami kontraktu pokazuje, iż pozycja negocjacyjna menedżerów zależy od aktualnej sytuacji politycznej. Włodarz, który ma poparcie w radzie, może pozwolić sobie na odważniejsze zapisy w kontrakcie czy ustępstwa względem przyjmujących zlecenie menedżerów, nie narażając się na zarzuty o działanie na niekorzyść finansów miasta/gminy, zachowuje się mniej zachowawczo, jest bardziej skłonny do ryzyka. Przykładowo, przepisy określają maksymalne poziomy wynagrodzenia, jakie może być przyznane i do kompetencji organu ustalającego zasady wynagradzania należy wskazanie wartości tego parametru. Dla spółek komunalnych górna granica to 50%. W kontraktach w tarnowskich spółkach komunalnych wynagrodzenie uzupełniające, zależne od realizacji celów zarządczych, nie może przekroczyć 10% wynagrodzenia podstawowego.

Przechodząc do wad zatrudniania członków organu zarządzającego na podstawie kontraktu menedżerskiego w podziale dla spółki i dla zarządzającego to co wcześniej wymieniono jako zaletę stanowi też wadę. Swoboda w prowadzeniu polityki zatrudnienia stwarza ryzyko samowoli w podejmowaniu decyzji kadrowych bez podstaw merytorycznych. Co prawda stosunek pracy nie jest przeszkodą w podejmowaniu nieuzasadnionych decyzji kadrowych, jednak stwarza pewną barierę ekonomiczną i prawną. Inną wadą jest wymóg precyzyjnego określenia wszystkich aspektów związanych z usługą zarządzania w kontrakcie. Być może, że po pewnym okresie praktycznego funkcjonowania kontraktów czy też w wyniku negocjowania kontraktów z nowo powołanymi zarządzającymi, jak również na skutek orzecznictwa ukształtowanego w drodze wnoszonych pozwów, sposób kształtowania kontraktów ulegnie zmianie i pojawi się standaryzacja lub dobre praktyki. Wadą dla obydwu stron jest niejasna sprawa podatku VAT. W przypadku obowiązkowego naliczenia 23% podatku skutkiem będzie albo wzrost kosztu zarządzania albo uszczuplenie wynagrodzenia zarządcy. Podatek od takiej usługi nie może być odliczany przez podmiot, jak również zarządzający nie jest „pełnoprawnym vatowcem”.



Dla zarządzającego wadą jest również to, że wykonując pracę, praktycznie pozbawiony jest on ochrony kodeksu pracy. Zdaniem większości respondentów kontrakt nie daje znaczących korzyści, a pozbawia zarządzającego stabilności zatrudnienia, pomimo przyjęcia przez niego szeregu ograniczeń ekonomicznych, m.in. takich, jak zakaz prowadzenia działalności gospodarczej (podpisanie kontraktu wiąże się z rezygnacją z takiej działalności), brak możliwości swobodnego zarządzania własnym portfelem akcji, jawność stanu majątkowego itp. Brak jest w dokumencie ochrony przed zerwaniem kontraktu w trakcie kadencji bez przyczyny, odpraw, ograniczenia odpowiedzialności materialnej itp. (tab. 3).

**Tablica 3. Ocena wad zatrudniania członków organu zarządzającego na podstawie kontraktu menedżerskiego wg interlokutorów**

Wady	
Dla spółki	Dla zarządzającego
Swoboda w prowadzeniu polityki zatrudnienia przez menedżera stwarza ryzyko samowoli w podejmowaniu decyzji	Pozbawienie stabilności zatrudnienia
Wymóg precyzyjnego określenia wszystkich aspektów związanych z usługą zarządzania w kontrakcie	Szereg ograniczeń ekonomicznych, np. zakaz prowadzenia działalności gospodarczej
–	Brak możliwości swobodnego zarządzania własnym portfelem akcji
–	Jawność stanu majątkowego
–	Brak ochrony, także socjalnej (możliwość zerwania kontraktu z dnia na dzień, bez odprawy)
Brak doświadczenia i umiejętności tworzenia kontraktów służących spółce i motywujących zarząd do pracy	
Brak kultury kontraktów w Polsce	
W szybkim tempie wprowadzona ustawa regulująca sposób zatrudniania w spółkach komunalnych, brak okresu przejściowego, nieprecyzyjnie określone zasady, brak wyjaśnienia postępowania w sytuacjach specyficznych, możliwość upolitycznienia kontraktów	

Źródło: Opracowanie własne.

Na tak negatywną ocenę kontraktu może wpływać niska kultura kontraktów w Polsce – zarówno umiejętność opracowania umów, jak i świadomość korzyści, jakie daje obu stronom. Szerokie zastosowanie kontraktów menedżerskich w sektorze przedsiębiorstw komunalnych prezesa tarnowskich spółek ocenili jako „niepotrzebne zamieszanie”. Być może po upływie

czasu zakres stosowania zostanie ograniczony do spółek kapitałowych nastawionych na zysk i pozostawiony jako forma alternatywna dla spółek komunalnych. Ich zdaniem samorządy powinny same decydować o formie zatrudnienia menedżerów. Z przeprowadzonych wywiadów wynika, iż powszechność kontraktów w spółkach komunalnych wpływa negatywnie na część menedżerów, zwiększając ich poczucie niesprawiedliwości i obniżenie motywacji do pracy.

## Zakończenie

Powszechne jest przekonanie, iż kontrakt menedżerski jest efektywnym i skutecznym narzędziem nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach działających rynkowo. Przed rozpoczęciem badań założyliśmy, iż kontrakt menedżerski jest także efektywnym narzędziem nadzoru właścicielskiego w przedsiębiorstwach komunalnych. Uzyskane wyniki z pierwszego, wstępnego etapu badań nie potwierdzają tego założenia. Uważamy jednak, iż na ten stan rzeczy wpływa niska kultura kontraktów w Polsce oraz niedoprecyzowana ustawa. Rutyna zachowań ludzi i instytucji również utrudnia implementację kontraktów menedżerskich, zwłaszcza że chodzi tu o rozwiązania permanentne, długoterminowe, a nie sporadyczne. Potrzeba czasu i doświadczenia, aby prawidłowo sformułowany kontrakt służył spółce lepiej i motywował menedżera bardziej niż umowa o pracę. Badania będą kontynuowane na większą skalę. Już tak mała próbka ukazała, jak znaczące mogą być różnice w postrzeganiu zalet i wad kontraktów w spółkach komunalnych i od jak wielu aspektów zależy zadowolenie i motywacja do pracy członków zarządu. Jednak korzyści dla spółek będzie można ocenić na podstawie osiągniętych wyników w przyszłości.

## Literatura

- Barwacz K. (2011), *Efficiency of the owner's supervision in public sector enterprises in view of the new institutional economy*, „The Malopolska School of Economics in Tarnów Research Papers Collection”, nr 1, Wydawnictwo Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, Tarnów.
- Chestine O. (2014), *Contract management guidelines*, Municipal Association of Victoria, <http://www.mav.asn.au/search/Results.aspx?k=contract%20management%20guidelines>, dostęp: 20.02.2018.
- Chew D.H., Gillan S.L. (eds.) (2009), *Global Corporate Governance*, Columbia University Press, New York.
- Czernis M. (2016), *Nowe zasady wynagrodzeń w spółkach z udziałem m.in. Skarbu Państwa*, Newsletter, październik 2016, [http://www.czernis.pl/public/pdf/newletter\\_get/7.pdf](http://www.czernis.pl/public/pdf/newletter_get/7.pdf), dostęp: 10.11.2016.
- Jagoda J., Łobos-Kotowska D., Stańko M. (2008), *Gospodarka mieniem komunalnym*, Lexis Nexis, Warszawa.

- Jerzemska M. (2002), *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Kozioł L. (2011), *Management contact in the company supervision and management system*, „The Malopolska School of Economics in Tarnów Research Papers Collection”, nr 1, Wydawnictwo Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, Tarnów.
- Kozioł L., Barwacz K. (2016), *Problemy ładu korporacyjnego sektora przedsiębiorstw komunalnych*, Wydawnictwo Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie, Tarnów.
- Krzyszkowska-Dąbrowska M., Rogocz M. (2016), *Nowa ustawa kominowa eliminuje umowy o pracę dla zarządzających spółkami Skarbu Państwa*, <http://www.skslegal.pl/publikacje-naszyc-pracownikow/nowa-ustawa-kominowa-eliminuje-umowy-o-prace-dla-zarządzających-spolkami-skarbu-panstwa/news/42/1752.php>, dostęp: 17.10.2016.
- Kubot Z. (1994), *Kontrakty menedżerskie*, Agencja Rozwoju Regionalnego S.A., Zielona Góra.
- Mesjasz C., (2005), *Mechanizmy władania korporacyjnego*, w: *Sukces Organizacji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Michalski J. (2016), *Zasady kształtowania wynagrodzeń w spółkach z udziałem: Skarbu Państwa, jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków, państwowych osób prawnych, komunalnych osób prawnych*, <http://www.4edu.com.pl/>, dostęp: 8.02.2017.
- Mróz A. (1997), *Umowy menedżerskie*, „Personel”, nr 5.
- Orłowski G., Patulski A. (1999), *Zatrudnianie kadry menedżerskiej w świetle orzecznictwa Sądu Najwyższego*, materiały z konferencji „Prawne aspekty zatrudniania kadry kierowniczej”, Warszawa 28–29.11.1999, organizator: Polskie Stowarzyszenie Zarządzania Kadrami.
- Pawłowska J. (1996), *Kontrakt menedżerski. Umowa o zarządzanie a ubezpieczenie społeczne*, „Personel”, nr 4.
- Ustawa z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami, Dz. U. poz. 1202.
- Ustawa z dnia 20 grudnia 1996 r. o gospodarce komunalnej, t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 827 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym, t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 999 z późn. zm.
- Walentyłowicz P. (2000), *Kontrakt menedżerski w zarządzaniu firmą*, OPO, Bydgoszcz.
- Ziółkowska K. (2009), *Kontrakty menedżerskie jako pozapracownicze podstawy zatrudnienia*, „Studia Prawnoustrojowe”, nr 9.

## Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji oceny efektywności kontraktów menedżerskich w przedsiębiorstwach komunalnych oraz prezentacja wyników pilotażowych badań empirycznych. Problemem badawczym jest identyfikacja korzyści i dysfunkcji wprowadzonych kontraktów menedżerskich oraz wskazanie sposobów usprawnienia tej formy zatrudnienia osób na stanowiskach kierowniczych. Dokonano charakterystyki sektora przedsiębiorstw komunalnych,

identyfikacji uwarunkowań ekonomiczno-organizacyjnych i prawnych implementacji kontraktów menedżerskich oraz zaprezentowano opinie prezesów badanych spółek.

W badaniu wykorzystano metodę analizy wyników badań poprzedników, metodę analizy finansowej oraz technikę wywiadu z menedżerami badanych przedsiębiorstw, wywiad z przedstawicielami właściciela – jednostki samorządu terytorialnego. Przeprowadzono pięć wywiadów z prezesami zarządu badanych spółek. Respondenci (prezesi) zastrzegli sobie anonimowość – nie zostały zatem ujawnione ich dane osobowe oraz informacje dotyczące kierowanych przedsiębiorstw.

### **Słowa kluczowe**

efektywność nadzoru korporacyjnego, kontrakt menedżerski, sektor komunalny

### **Management contract as a corporate governance tool in municipal enterprises (Summary)**

The aim of the article is to present the concept of assessment of the effectiveness of managerial contracts in municipal enterprises and presentation of the results of pilot empirical research. The research problem is to identify the benefits and dysfunctions of managerial contracts introduced and to indicate ways to improve this form of employment for people in managerial positions. Characteristics of the sector of municipal enterprises, identification of economic and organizational conditions as well as legal implementation of managerial contracts were made and the opinions of the presidents of the surveyed companies were presented.

The study used the method of analyzing the results of research of predecessors, the method of financial analysis and the technique of interview with managers of the surveyed enterprises, an interview with representatives of the owner – local government units. Five interviews were conducted with the presidents of the board of the surveyed companies. The respondents (presidents) reserved anonymity – their personal data and information about the companies being managed were not disclosed.

### **Keywords**

efficiency of corporate governance, management contract, municipal sector

**Anna Krzysztofek\***

## **Zintegrowane raportowanie na przykładzie spółek Respect Index**

### **Wstęp**

Od zawsze ważną rolę w życiu odgrywała informacja, zwłaszcza dla podmiotów gospodarczych oraz interesariuszy. Do niedawna najważniejszymi informacjami, jakie przedsiębiorstwa udostępniały publicznie, były sprawozdania finansowe – podstawowa forma komunikowania interesariuszy o rezultatach działalności przedsiębiorstwa. Interesariusze mogli ocenić sytuację przedsiębiorstwa jednak tylko pod względem finansowym. Obecnie sprawozdania finansowe są niewystarczające – dane liczbowe mówiące o zyskach i stratach przedsiębiorstw to już za mało. Zaczęto zwracać uwagę na inne aspekty przedsiębiorstwa, które również mają wpływ na jego kondycję oraz postrzeganie przez interesariuszy. Ważna stała się także komunikacja danych niefinansowych. Interesariusze stali się coraz bardziej wymagający i dociekliwi. Żądają od przedsiębiorstw bardziej szczegółowych informacji: o realizowanych projektach, relacjach ze społecznością lokalną, środowiskiem, w jakim działają, a także o planowanych w przyszłości działaniach itp. [KPMG, 2013, s. 14–15].

W związku z tymi oczekiwaniami coraz więcej przedsiębiorstw zaczęło wdrażać i uwzględniać w swojej działalności zasady społecznej odpowiedzialności. Jedną z zasad jest informowanie interesariuszy o swoich działaniach [Błach, 2013, s. 17–18]. W związku z tym w ostatnich latach przedsiębiorstwa zaczęły przygotowywać odrębne raporty CSR (społeczne, środowiskowe, ładu organizacyjnego), a także raporty zintegrowane obejmujące zarówno dane finansowe, jak i niefinansowe [Szadziewska, 2014, s. 266].

Według przyjętej Odnowionej Strategii UE na lata 2011–2014 dotyczącej społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw przedsiębiorcy zobowiązani są do uwzględniania w strategii rozwoju swoich przedsiębiorstw kwestii społecznych, środowiskowych oraz etycznych [Komunikat Komisji, 2011, s. 7–8; Remlein, 2013, s. 7].

Różnorodność rozwiązań w zakresie raportowania danych niefinansowych powoduje, iż utrudniona jest ich pogłębiona analiza oraz porównywalność między poszczególnymi przedsiębiorstwami, dlatego

---

\* Mgr, Wydział Prawa, Administracji i Zarządzania, Instytut Zarządzania, Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach, ul. Świętokrzyska 21, 25-406 Kielce, krzysztofek.anna@gmail.com

najwłaściwszym rozwiązaniem staje się raportowanie zintegrowane [Gazdar, 2007, s. 97].

W poszczególnych częściach artykułu zdefiniowano pojęcie raportowania zintegrowanego, określono etapy rozwoju sprawozdawczości zintegrowanej, zidentyfikowano jej korzyści oraz problemy. Przedstawiona została analiza raportowania spółek z Respect Index, a bardziej szczegółowo raporty zintegrowane, które sporządza dziewięć spółek z tego indeksu.

Celem artykułu jest prezentacja raportowania zintegrowanego jako narzędzia komunikacji przedsiębiorstwa z interesariuszami, a także wskazanie korzyści i barier z tym związanych. Do osiągnięcia celu niezbędne było zastosowanie adekwatnych metod badawczych: analizy literatury, analizy raportów, metody porównań oraz metody obserwacji.

## 1. Dyrektywa 2014/95/UE

W celu zwiększenia porównywalności informacji niefinansowych ujawnianych przez przedsiębiorstwa 22 października 2014 r. została uchwalona dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE. Wprowadza ona zmiany do dyrektywy 2013/34/UE w kwestiach ujawniania informacji niefinansowych oraz różnorodności [Nowa dyrektywa..., 2014]. Obowiązuje i obejmuje obowiązkowym raportowaniem dane począwszy od 1 stycznia 2017 r. W Polsce implementacją dyrektywy zajmuje się Ministerstwo Finansów. W skali Unii Europejskiej przepisy te dotyczyć będą około 6000 podmiotów, natomiast według firmy doradczej Deloitte w Polsce obowiązek ujawniania danych pozafinansowych dotyczyć będzie około 250–300 przedsiębiorstw [Unijny obowiązek, 2015].

W 2017 r. CSRIinfo przeprowadziło badanie pt. *Raportowanie niefinansowe w Polsce 2016*. Jest to zestawienie obejmujące 317 raportów opublikowanych przez 110 organizacji w okresie ostatnich 10 lat (1 stycznia 2005–31 grudnia 2016 r.) zarejestrowanych w Rejestrze Raportów ([www.rejestrreportow.pl](http://www.rejestrreportow.pl)). Analiza obejmuje raporty niefinansowe, tj. takie, które ujawniają dane przynajmniej z dwóch obszarów niefinansowych, np. środowisko i BHP. W 2014 r. opublikowano 40 raportów pozafinansowych, w 2015 r. już 55 raportów, natomiast w 2016 r. swoje raporty opublikowało 41 organizacji [Błaszczak, 2017, s. 6].

Dyrektywa zakłada wprowadzenie obowiązku [Sroka, 2014, s. 15]:

- raportowania, w ramach sprawozdań z działalności lub w formie odrębnych raportów, przez podmioty zatrudniające minimum 500 pracowników, w szczególności spółki zainteresowania publicznego, danych niefinansowych odnoszących się do tzw. społecznej odpowiedzialności biznesu,

- ujawniania polityki różnorodności w zakresie składu organów spółki przez duże spółki publiczne notowane na giełdzie lub, w razie braku prowadzenia przez nie takiej polityki, obowiązku ujawnienia tej informacji wraz z wyjaśnieniami.

Obowiązek ujawniania danych pozafinansowych odnosić się będzie do niektórych dużych jednostek oraz grup kapitałowych, tj. jednostek zainteresowania publicznego (JZP), spełniających następujące kryteria:

- średnie roczne zatrudnienie powyżej 500 osób,
- suma bilansowa powyżej 20 mln euro lub przychody netto powyżej 40 mln euro.

Przedsiębiorstwa mogą korzystać podczas sporządzania raportów z różnych wytycznych raportowania pozafinansowego opracowanych przez organizacje unijne i międzynarodowe [Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady, 2014], m.in.:

- system ekozarządzania i audytu (EMAS),
- inicjatywa ONZ Global Compact (UN Global Compact),
- wytyczne ONZ dotyczące biznesu i praw człowieka, wdrażające ramy ONZ „Ochrona, poszanowanie i naprawa”,
- wytyczne Organizacji Współpracy Regionalnej i Rozwoju dla przedsiębiorstw wielonarodowych (OECD),
- norma Międzynarodowej Organizacji Normalizacyjnej ISO 26000 (ISO 26000),
- trójstronna deklaracja zasad Międzynarodowej Organizacji Pracy dotyczących przedsiębiorstw wielonarodowych i polityki społecznej (MOP),
- Globalna Inicjatywa Sprawozdawcza (GRI).

Są to standardy zarówno krajowe, europejskie, jak i międzynarodowe – spółka powinna jednak wyszczególnić, które z nich zastosowała.

## 2. Raportowanie zintegrowane

Osobne raporty dotyczące CSR nie sprawdzają się i nie spełniają oczekiwań interesariuszy – powodem jest za duża liczba wiadomości w nich zawartych, powtarzalność informacji, brak przejrzystości, zbyt obszerne, niepotrzebne dane i komunikaty. W literaturze można spotkać dwie formy raportowania kwestii CSR, a mianowicie [Samelak, 2013, s. 171–180]:

- 1) zintegrowany raport integrujący kwestie finansowe z zagadnieniami niefinansowymi o CSR w jednym dokumencie,
- 2) wykorzystanie funkcji informacyjnej sprawozdania z działalności – komentarza zarządu w celu komunikowania interesariuszom o kwestiach CSR.

Zakres ujawniania tego typu informacji przez przedsiębiorstwa ewaluował w czasie. Etapy rozwoju koncepcji raportowania społecznej

odpowiedzialności przedsiębiorstw przedstawia rysunek 1. Jak z niego wynika, na przestrzeni lat sprawozdania finansowe zaczęto początkowo uzupełniać o informacje dotyczące ładu korporacyjnego oraz informacje niefinansowe. Powoli rosło również zainteresowanie informacjami środowiskowymi. Pod koniec ubiegłego wieku znacznie więcej przedsiębiorstw, obok sprawozdań finansowych, publikowało także raporty środowiskowe i społeczne, uzupełnione o zagadnienia etyczne.

### Rysunek 1. Ewolucja raportów przedsiębiorstw



Źródło: Opracowane na podstawie: [*Towards Integrated Reporting...*, 2011, s. 6].

Rosnące potrzeby informacyjne różnych grup interesariuszy wpływają na poszukiwanie nowych form komunikacji z otoczeniem. Niewątpliwie jednym z nowoczesnych rozwiązań, dopiero krystalizującym się w praktyce, jest raportowanie zintegrowane.

Prace nad raportowaniem zintegrowanym rozpoczęto w sierpniu 2010 r. Zainicjowano wtedy powstanie The International Integrated Reporting Council (IIRC) – międzynarodowej organizacji, która stanowi koalicję regulatorów, inwestorów, przedsiębiorstw i organizacji pozarządowych. Inicjatorami tego projektu były dwie organizacje zajmujące się promowaniem zrównoważonego rozwoju: Accounting for Sustainability (A4S) oraz Global Reporting Initiative (GRI).

Raportowanie zintegrowane polega na publikacji informacji finansowych, środowiskowych, społecznych i danych z obszaru ładu korporacyjnego w jednym zestawieniu. W jasnej, kompletnej i porównywalnej formie przedstawia nie tylko bieżącą kondycję organizacji, ale pokazuje również jej plany na przyszłość. Raportowanie zintegrowane ma za zadanie



prezentować organizację w perspektywie krótko-, średnio- i długoterminowej [International Integrated Reporting Council (IIRC), 2014, s. 7].

Od 2011 r., czyli od momentu rozpoczęcia procesu konsultacji pierwszej wersji wytycznych w zakresie raportowania zintegrowanego, powstało około 150 takich raportów w 26 krajach [<https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/press-releases/articles/unijny-obowiazek-raportowania-danych.html>].

IIRC definiuje raportowanie zintegrowane jako „zwięzłe przekazanie istotnych informacji finansowych i niefinansowych oraz wszystkich zależności pomiędzy tymi informacjami w kontekście określenia całościowej wartości podmiotu” [International Integrated Reporting Council (IIRC), 2014, s. 7].

Przygotowywanie sprawozdań zintegrowanych wymaga całkowicie odmiennego podejścia do analizy danych oraz ich prezentacji aniżeli w przypadku sporządzania sprawozdania finansowego. W związku z powyższym sporym zainteresowaniem cieszą się wszelkie standardy i regulacje odnoszące się do sprawozdawczości zintegrowanej:

- ramowe zasady oraz wytyczne w kwestii zrównoważonego rozwoju GRI,
- ramy raportowania zintegrowanego IIRC.

Struktura raportu zintegrowanego obejmuje siedem elementów [IIRF, 2014; Stanek-Kowalczyk, 2013, s. 47–48]:

1. Informacje o organizacji i środowisku zewnętrznym. Co robi, czym się zajmuje organizacja i w jakich warunkach zewnętrznym funkcjonuje?
2. Ład korporacyjny. W jaki sposób nadzór korporacyjny wspiera zdolność organizacji do tworzenia wartości w krótkiej, średniej i długiej perspektywie czasowej?
3. Model biznesowy. Jaki jest model biznesowy organizacji?
4. Szanse i zagrożenia. Jakie są szanse i zagrożenia, które wpływają na zdolność organizacji do tworzenia wartości w krótkim, średnim i długim okresie czasowym, i jak organizacja sobie z nimi radzi?
5. Strategia i alokacja zasobów. Dokąd organizacja chce dotrzeć i w jaki sposób zamierza to zrobić?
6. Osiągane wyniki. W jakim stopniu organizacja chce osiągnąć (osiągnęła) swoje cele strategiczne w ciągu okresu i jakie są jej wyniki w zakresie realizacji?
7. Perspektywy na przyszłość. Jakie wyzwania i niepewności organizacja może napotkać w realizacji swojej strategii i jakie są ich potencjalne konsekwencje dla modelu biznesowego i przyszłych wyników?

W strukturze ramowej zaproponowanej przez IIRC proponuje się, aby sprawozdawczość zintegrowana była jednym dokumentem, który

obejmuje i łączy w sobie istotne informacje finansowe i niefinansowe prezentowane obecnie w różnych, odrębnych częściach (sprawozdaniach). Najczęściej informacje te publikowane są w formie uzupełnień i dodatków do sprawozdania, a mianowicie: informacji dodatkowej do sprawozdania finansowego, komentarzu zarządu, informacji na temat ładu korporacyjnego/systemu zarządzania lub sprawozdaniu rozwoju zrównoważonego. Zaproponowana konstrukcja jednego zintegrowanego raportu stanowi odbicie centralnej idei zintegrowanego myślenia, co odnosi się nie tylko do publikacji informacji finansowej i niefinansowej w ramach jednego sprawozdania, ale podkreśla wagę aspektów niefinansowych przy podejmowaniu decyzji i ich wpływ na całościowy model biznesowy danej organizacji.

Oprócz wymienionych elementów raport zintegrowany może być poszerzony o zagadnienia, jakimi przedsiębiorstwo chce się podzielić z odbiorcami, które uważa za ważne. Mogą być to np. wynik polityki przedsiębiorstwa, ocena ryzyka, miary przeciwdziałania korupcji, niekorzystnemu działaniu na rzecz przyrody, aspekty pracownicze, społeczne i poszanowania praw człowieka [<http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ponad-300-najwiekszych-spolek-i-instytucjiw-Polsce-z-nowym-obowiazkiem-raportowania-3341317.html>].

Raport zintegrowany daje możliwość połączenia w jednym dokumencie istotnych informacji o organizacji na temat jej metod zarządzania, misji i strategii działania, wyników oraz planów na przyszłość w sposób ukazujący społeczny, ekonomiczny i gospodarczy kontekst, w którym organizacja gospodarcza funkcjonuje. Taki raport ujmuje klarowne i zwarte wyobrażenie o sposobach budowania przez organizację swojej wartości i kształtowaniu odpowiedzialności biznesowej zarówno w krótkiej, jak i długofalowej perspektywie. Raport zintegrowany prezentuje w sposób uporządkowany i zweryfikowany, czyli taki, jaki jest najbardziej pożądanym przez interesariuszy, istotne elementy informacji obecnie zamieszczanych w oddzielnych dokumentach (raport finansowy, sprawozdanie zarządu, oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, raport zrównoważonego rozwoju).

Najważniejsze cechy jakimi powinien charakteryzować się raport zintegrowany to [<http://www.brief.pl>]:

- 1) istotność, zwężłość i przejrzystość – z raportu powinny zostać wyeliminowane informacje, które są zbędne i niepotrzebne, ponieważ sprowadza się to do stworzenia długich raportów, których czytelnik wcale nie będzie chciał czytać – dbanie o to, by raport był czytelny i zrozumiały,
- 2) rzetelność i kompletność – kompetentne, uczciwe i autentyczne oraz całościowe dane,

- 3) spójność, porównywalność – połączenie informacji o zarządzaniu i wynikach firmy z aspektami społecznymi, ekologicznymi i ekonomicznymi oraz ułatwienie porównania ich z innymi raportami,
- 4) odpowiadanie na potrzeby interesariuszy – informowanie o projektach, angażowanie w działania społeczności lokalnych, współpraca z różnymi grupami interesariuszy,
- 5) skupienie na strategii i planach na przyszłość – przedstawienie prognozy przedsiębiorstwa, jakie ma cele na przyszłość, co zamierza zmienić, ulepszyć i w jaki sposób chce do tego dojść.

Raport zintegrowany wyjaśnia, w jaki sposób elementy pozafinansowe wpływają na zdolność organizacji gospodarczej do tworzenia własnej wartości i podtrzymywania jej w różnym horyzoncie czasowym. Jest więc nie tylko rozszerzonym podejściem do informacji prezentowanych w raporcie rocznym przedsiębiorstwa, ale przede wszystkim informacją o modelu biznesowym jednostki [Bek-Gaik, Rymkiewicz, 2015, s. 36–52], sposobie zarządzania w jednostce, strategii i alokacji zasobów oraz dokonaniach jednostki. Podkreśla się, że jest holistycznym spojrzeniem na organizację i istotnym krokiem w przełamaniu barier informacyjnych pomiędzy organizacją a jej otoczeniem. Podkreślić należy również, że raportowanie zintegrowane jest różnie postrzegane zarówno przez zarządzających organizacjami, jak i interesariuszy.

### 3. Zalety i wady raportowania zintegrowanego

Z koncepcją raportowania zintegrowanego wiążą się pozytywne oraz negatywne aspekty. Upowszechniając koncepcję raportowania zintegrowanego, można wskazać na szereg korzyści, które występują po stronie podmiotów przygotowujących raporty, jak również po stronie odbiorców tych informacji.

Rada IIRC, która zainicjowała pracę nad raportowaniem, do zalet i korzyści raportowania zintegrowanego zalicza [Jędrzejka, 2012, s. 318–319; Sobczyk, 2012, s. 163–165; Szadziewska, 2013, s. 262]:

- wykazanie zarówno informacji finansowych, jak i niefinansowych,
- ujęcie dokonań ekonomicznych, społecznych i środowiskowych przedsiębiorstwa;
- ukazanie kontekstu poszczególnych ujawnień oraz wzajemnych powiązań między nimi;
- efektywną alokację kapitału i rzadkich zasobów;
- skuteczniejszą identyfikację szans i zagrożeń zarówno po stronie raportującego podmiotu, jak i jego odbiorców;
- jasną i zwięzłą prezentację zdolności przedsiębiorstwa do tworzenia wartości w różnym horyzoncie czasowym, zarówno krótkim, jak i długim;

- lepszy obraz modelu biznesowego;
- łatwiejszy dostęp do kapitału i niższy jego koszt;
- niższe ryzyko utraty reputacji;
- ograniczenie koncentracji na wynikach krótkoterminowych, a skupienie się na szerszych i długookresowych konsekwencjach podjętych decyzji;
- orientację strategiczną i przyszłościową;
- prezentacja zintegrowanej informacji pozwala lepiej ocenić zdolność do generowania przyszłych przepływów pieniężnych;
- przedstawienie szerszych i długookresowych konsekwencji podjętych przez podmiot raportujący decyzji;
- stabilność rynków – większa przejrzystość może ograniczać zmienność cen;
- większe zaangażowanie ze strony inwestorów i pozostałych interesariuszy (w tym pracowników);
- wyższy poziom zaufania głównych interesariuszy, który może wynikać z lepszej przejrzystości, jak i postulowanego większego ich zaangażowania w proces raportowania;
- zintegrowanie i harmonizację wymagań dotyczących raportowania;
- zredukowanie ujawnień nieistotnych dla odbiorców informacji.

O zaletach raportowania zintegrowanego świadczą również wyniki badań. IIRC przeprowadziła program pilotażowy, w którym udział wzięło 85 spółek i 50 inwestorów z całego świata. Wnioski płynące z tego programu potwierdzają tezę, że sprawozdawczość zintegrowana przynosi korzyści zarówno podmiotowi raportującemu, jak i jego interesariuszom, w tym inwestorom. Wyniki badań nasuwają następujące wnioski, że sprawozdawczość zintegrowana [Remlein, 2016, s. 57]:

- daje lepszy obraz modelu biznesowego (95%);
- rozbija wewnętrzne „kliki” (93%);
- pozwala zarządowi bardziej skoncentrować się na tym, jakie dokładnie powinny być główne wskaźniki wyników przedsiębiorstwa (95%);
- sprawia, że zbierane dane są wyższej jakości (93%);
- poprawia proces podejmowania decyzji (88%).

Sprawozdawczość zintegrowana przyniesie większą transparentność poprzez przedstawienie w jednym dokumencie powiązań pomiędzy wynikami finansowymi i dokonaniem w zakresie zrównoważonego rozwoju [Eccles, Krzus, 2010; Adams, 2013]. Może służyć jako strategiczny instrument wykorzystywany do poprawy reputacji przedsiębiorstw, a także przyniesie korzyści dla wszystkich interesariuszy.

Można zauważyć, iż pozytywne przejawy raportowania zintegrowanego pokrywają się z tymi, które również identyfikowano w związku z procesem zwiększenia przejrzystości przedsiębiorstw [Marcinkowska, 2004].

Na uwagę zasługują również wady oraz bariery wdrażania raportowania zintegrowanego; należą do nich:

- zaangażowanie wielu grup interesariuszy;
- brak ujednoczonych mierników dokonań niefinansowych;
- brak porównywalności informacji niefinansowych;
- dysproporcja pomiędzy informacjami finansowymi i niefinansowymi;
- pracochłonność i kosztowność procedury;
- brak porównywalności informacji niefinansowych;
- przesycenie informacjami i chaos informacyjny;
- brak poczucia odpowiedzialności kadry menedżerskiej za całość dokonań.

Raport zintegrowany adresowany jest do wszystkich grup interesariuszy, mających często odmienne potrzeby informacyjne. Przy chęci zaspokojenia tych potrzeb powstaje pokusa rozbudowy raportu do rozmiarów utrudniających odbiorcom odnalezienie i wychwycenie pożądaných informacji. Obszerność raportu może również utrudniać autorom przejrzyste ukazanie powiązań pomiędzy prezentowanymi danymi [Szczepankiewicz, 2013, s. 178]. Wadą są zatem zagrożenia wynikające z ujawniania zbyt wielu informacji, zarezerwowanych dotąd na potrzeby sprawozdawczości wewnętrznej, co prowadzić może do osłabienia pozycji konkurencyjnej, a w konsekwencji do unikania publikacji wielu danych. Efektem tego może być osłabienie społecznego wymiaru raportowania zintegrowanego [Gregorczyk, 2015, s. 64].

Analiza zalet i wad oraz korzyści i barier związanych ze sporządzeniem zintegrowanego sprawozdania pozwala na stwierdzenie, że pomimo wyraźnych korzyści dla raportującego podmiotu, jak i całego środowiska biznesowego, proces raportowania zintegrowanego jest czasochłonny, kosztochłonny i uciążliwy dla raportującego [Remlein, 2015, s. 159]. Należy również zwrócić uwagę na to, iż koncepcja raportowania zintegrowanego jest stosunkowo nowa, a jej zasady są dopiero opracowywane. Efektem czego podmioty raportujące napotykają na wiele przeszkód i problemów związanych z przygotowaniem raportu [Kamela-Sowińska, 2014; 2015].

#### 4. Respect Index

Respect Index to pierwszy w Europie Środkowo-Wschodniej indeks spółek odpowiedzialnych. W skład indeksu wchodzi spółki działające zgodnie z najlepszymi standardami zarządzania w zakresie ładu

korporacyjnego, informacyjnego i relacji z inwestorami, z uwzględnieniem czynników ekologicznych, społecznych i pracowniczych [Krzysztofek, 2013, s. 481–494].

Projekt Respect Index liczy obecnie X edycji – do tej pory wzięło w nim udział 41 różnych spółek, z których każda sukcesywnie, z roku na rok, wykazywała wysoki poziom odpowiedzialności społecznej. 14 grudnia 2016 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie ogłosiła dziesiąty skład Respect Index. Do edycji dziesiątej zakwalifikowało się 25 spółek giełdowych, w tym 4 debutantów: Fabryki Mebli Forte S.A., PCC Rokita S.A., Bank Pekao S.A. oraz Trakcja PRKiI S.A. – jest to największa w historii liczba nowych spółek, które wpisano do indeksu w przeciągu jednej edycji. Weryfikację spółek do indeksu przeprowadza firma Deloitte. Od pierwszej publikacji w 2009 r. Respect Index zwiększył wartość o 50%. Najstarsza ze spółek Respect Index po X edycji projektu to Bank Millennium S.A. (pojawiła się na GPW w sierpniu 1992 r.), a najmłodsza – PCC Rokita S.A. (na GPW działa od czerwca 2014 r.).

Analizując skład Respect Index od I do X edycji, należy zauważyć, iż:

- 1) we wszystkich dziesięciu edycjach wzięło udział 41 spółek;
- 2) od samego początku istnienia indeksu nieprzerwanie obecnych w nim jest 8 spółek (Bank Handlowy w Warszawie S.A., Elektrobudowa S.A., Grupa Lotos S.A., ING Bank Śląski S.A., KGHM Polska Miedź S.A., Polski Koncern Naftowy Orlen S.A., PGNiG S.A., Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A.).

To liderzy rynku, którzy konsekwentnie udoskonalając działania w zakresie odpowiedzialnego biznesu, mogą stanowić inspirację dla innych.

## 5. Raporty spółek z Respect Index

W ostatnich latach dość szybko wzrosła popularność raportów zintegrowanych. Liczą się nie tylko dane finansowe, ale również posiadanie strategii biznesu, a także realizowanie działań odpowiedzialnych oraz informowanie o nich w sprawozdaniach oraz raportach [<http://raportyspoleczne.pl>]. W związku z tym większego znaczenia nabrała również weryfikacja zewnętrzna – służąc budowaniu wiarygodności spółek. Weryfikacja to dodatkowe potwierdzenie, że przedsiębiorstwo stara się być przejrzyste i podchodzi do raportowania z należytą starannością, a dane zawarte w raportach są rzetelne i przedstawiają odpowiedni poziom, który może być podstawą podejmowania decyzji [Ćwik, 2013, s. 62].

Aż 78% inwestorów w Europie stwierdza, że obecny poziom ujawniania informacji pozafinansowych jest niewystarczający. W Polsce według zestawienia Listków CSR Polityki ponad połowa przedsiębiorstw

przygotowujących raport pozafinansowy poddaje go zewnętrznej weryfikacji. Jak podaje literatura przedmiotu, pierwszymi przedsiębiorstwami, które sporządziły sprawozdania zintegrowane, były: duńska firma produkująca enzymy Novozymes (w 2002 r.), brazylijska firma produkująca aromaty kosmetyczne Natura (w 2003 r., rok przed wejściem na giełdę), oraz duńska firma farmaceutyczna Novo Nordisk (w 2004 r.) [Eccles, Krzus, 2010, s. 57–61]. Natomiast w Polsce raport zintegrowany jako pierwsza opracowała spółka Lotos S.A. w 2009 r. [Krasodomska, 2012, s. 101–110].

Coraz więcej jednostek gospodarczych na świecie, przede wszystkim odpowiedzialnie podchodzących do zarządzania swoim wpływem na otoczenie, wykorzystuje wytyczne GRI oraz zalecenia IIRC w celu przygotowania raportów ze swojej działalności w sposób integrujący wyniki finansowe i pozafinansowe. Przykłady takich przedsiębiorstw można też znaleźć w Polsce. Należy jednak podkreślić, iż ze względu na brak standardu zintegrowanego sprawozdania różnią się one treścią i zakresem.

Na potrzeby artykułu została przeprowadzona analiza raportów spółek znajdujących się w Respect Index. W tablicy 1 znajdują się wszystkie spółki z Respect Index, które znalazły się w dziesiątej edycji indeksu – jest to 25 spółek. W pierwszej kolejności zostały wyszczególnione formy komunikowania spółek o działaniach dotyczących odpowiedzialności. Ujawnianie danych odbywa się w badanych spółkach w różnych formach, między innymi za pomocą: raportów zintegrowanych, rocznych, społecznych, a także kodeksów czy strategii. Z tablicy 2 wynika, że 9 spółek przygotowało za rok 2015 raport zintegrowany, są to: Budimex S.A., KGHM Polska Miedź S.A., Lotos S.A., Lubelski Węgiel Bogdanka S.A., Pelion S.A., Polska Grupa Energetyczna S.A., PKN Orlen S.A., Tauron Polska Energia S.A., Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A.

**Tablica 1. Spółki z Respect Index – X edycja, grudzień 2016 rok**

Lp.	Spółka	Rodzaj raportu za 2015 rok
1.	Apator S.A.	Raport CSR 2015 Raport zrównoważonego rozwoju 2015 Raport Roczny 2015
2.	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	Raport Roczny 2015
3.	Bank Pekao S.A.	Raport Roczny 2015
4.	Bank Zachodni WBK S.A.	Raport społecznej odpowiedzialności biznesu 2015
5.	Bank Millennium S.A.	Odpowiedzialny Biznes 2015 Raport Roczny 2015 Raport CSR Banku Millennium za rok 2015 prezentowany w 2016

Lp.	Spółka	Rodzaj raportu za 2015 rok
6.	Budimex S.A.	Zintegrowany Raport Roczny 2016 (za 2015 rok) Raport Odpowiedzialnego Biznesu 2016 za 2015 rok
7.	Elektrobudowa S.A.	Raport Zrównoważonego Rozwoju 2015 Raport Roczny 2015
8.	Energa S.A.	Nasza odpowiedzialność 2015 Raport Roczny 2015
9.	Fabryki Mebli „FORTE” S.A.	Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Fabryki Mebli Forte S.A. 2015
10.	Grupa LOTOS S.A.	Zintegrowany Raport Roczny 2015
11.	GPW S.A.	Raport Roczny 2015
12.	ING Bank Śląski S.A.	Skonsolidowany Raport Roczny ING Bank Śląski S.A. 2015 Raport CSR ING Banku Śląskiego S.A. 2013–2014
13.	KGHM Polska Miedź S.A.	Raport Zintegrowany 2015
14.	Lubelski Węgiel Bogdanka S.A.	Raport Zintegrowany Grupa Kapitałowa Lubelski Węgiel Bogdanka 2015
15.	PCC Rokita S.A.	Raport Roczny 2015
16.	Pelion S.A.	Zintegrowany Raport Roczny Pelion 2015
17.	Polska Grupa Energetyczna S.A.	Raport Zintegrowany PGE 2015
18.	PKN ORLEN S.A.	Raport Zintegrowany Grupy Orlen 2015
19.	PGNiG S.A.	Raport Roczny 2015
20.	PZU S.A.	Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A. Raport Roczny Skonsolidowany 2015
21.	Tauron Polska Energia S.A.	Raport Zintegrowany Tauron 2015
22.	Trakcja PRKiI S.A.	Raport Społeczny 2015
23.	Orange Polska S.A.	Raport Społecznej Odpowiedzialności Orange Polska 2015
24.	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A.	Raport Zintegrowany Grupy Azoty za rok 2015
25.	Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich KOGENERACJA S.A.	Raport Roczny 2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółek Respect Index oraz raportów.

Zestawienie spółek prezentujących interesariuszom osiągnane wyniki we wszystkich aspektach działalności (tj. ekonomicznym, społecznym i środowiskowym) w ramach zintegrowanych raportów przedstawia tablica 3. Wynika z niej, że 1/3 spółek obecnych w Respect Index przygotowuje



sprawozdania zintegrowane. Spółką, która od początku istnienia indeksu, czyli od 2009 r., przygotowuje raport zintegrowany jest Lotos S.A. – 7 raportów. Na kolejnej pozycji spółka Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A. która od 2012 r. sporządza taki raport (4 raporty). Od 2015 r. przygotowują raporty zintegrowane 3 spółki: Budimex S.A., Tauron Polska Energia S.A., Polska Grupa Energetyczna S.A. – ostatnia ze spółek tylko w formie on-line. Ważne jest to, że z roku na rok jest więcej takich spółek.

**Tablica 2. Spółki z Respect Index (X edycja) przygotowujące raporty zintegrowane**

Lp.	Spółka	Nazwa raportu	Forma liczba stron	Od którego roku raport zintegrowany	Liczba raportów zintegrowanych
1.	Budimex S.A.	Zintegrowany Raport Roczny Budimex 2016 (za 2015 rok)	PDF s. 122	2015	1
2.	KGHM Polska Miedź S.A.	Raport Zintegrowany KGHM 2015	PDF s. 88	2013	3
3.	Lotos S.A.	Zintegrowany Raport Roczny Lotos 2015	PDF s. 272	2009	7
4.	Lubelski Węgiel Bogdanka S.A.	Raport Zintegrowany GK Lubelski Węgiel Bogdanka 2015	PDF s. 141	2014	2
5.	Pelion S.A.	Zintegrowany Raport Roczny Pelion 2015	PDF+ on-line s. 30	2013	3
6.	Polska Grupa Energetyczna S.A.	Raport Zintegrowany PGE 2015	on-line	2015	1
7.	PKN Orlen S.A.	Raport zintegrowany Grupy Orlen 2015	PDF + on-line s. 351	2014	2
8.	Tauron Polska Energia S.A.	Raport Zintegrowany Tauron 2015	PDF + on-line s. 164	2015	1
9.	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A.	Raport Zintegrowany Grupy Azoty za rok 2015	PDF s. 142	2012	4

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze spółek Respect Index oraz raportów zintegrowanych.

W tablicy 3 i 4 przedstawiono strukturę i zakres zintegrowanego sprawozdania przygotowywanego przez badane grupy kapitałowe.

**Tablica 3. Porównanie struktury i zakresu zintegrowanego sprawozdania za rok 2015 wśród spółek z Respect Index**

Budimex S.A.	Pelion S.A.	Lubelski Węgiel Bogdanka S.A.	PKN Orlen S.A.
1. List Prezesa	1. O Raporcie	1. List Prezesa Zarządu	1. Grupa Orlen i otoczenie
2. Nagrody i wyróżnienia ogólnopolskie w 2015 r.	2. List Prezesa	2. Najnowocześniejsza kopalnia w europie	2. Nasza strategia
3. O firmie	3. Władze spółki	3. Podstawowe wyniki	3. Ład korporacyjny
4. Sytuacja rynkowa i perspektywy	4. 25 lat historii Pelion	4. Inwestycje w rozwój	4. Nasza działalność w 2015 r.
5. Wyniki ostatniego roku	5. Struktura Pelion	5. Podejście zarządcze w kontekście zrównoważonego rozwoju	5. Odpowiedzialna firma
6. Wkład w rozwój infrastruktury	6. Wydarzenia 2015 r.	6. Efektywność w zarządzaniu bezpieczeństwem w miejscu pracy	6. Ryzyka i szanse
7. Model wartości	7. Model budowania wartości	7. Efektywność w ochronie środowiska naturalnego	7. Wyniki finansowe
8. Kultura zarządzania	8. Linie biznesowe	8. Efektywność w relacjach ze społecznością lokalną	8. Nasz raport
9. Zarządzanie odpowiedzialnością w łańcuchu dostaw	9. Pozostała działalność	9. O raporcie	9. Słownik
10. O raporcie	10. Innowacyjne rozwiązania z myślą o pacjentach	10. Sprawozdanie finansowe KG LW Bogdanka	10. Kontakt
11. Wyniki finansowe	11. Zrównoważony rozwój	11. Pozostałe tabele z danymi finansowymi i niefinansowymi	

Budimex S.A.	Pelion S.A.	Lubelski Węgiel Bogdanka S.A.	PKN Orlen S.A.
12. Warunki, bezpieczeństwo i higiena pracy (bhp)	12. Odpowiedzialne kształtowanie relacji z pracownikami	12. Wskaźniki GRI	
13. Wpływ na lokalne otoczenie i bioróżnorodność	13. Relacje z inwestorami	13. Priorytety i główne cele strategii CSR na lata 2014–2017	
14. Relacje z lokalnymi społecznościami	14. Wyniki finansowe	14. Zastrzeżenia	
15. Prewencja zachowań nieetycznych i uczciwość w działaniu	15. Dane kontaktowe		
16. Jakość i jej wpływ na bezpieczeństwo obiektów budowlanych			
17. Racjonalne korzystanie z zasobów i zanieczyszczenie środowiska			
18. Tabele z danymi niefinansowymi			
19. Podsumowanie realizacji celów strategii CSR na lata 2016–2020			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Zintegrowany Raport Roczny Budimex 2016 (za 2015 rok), Zintegrowany Raport Roczny Pelion 2015, Raport Zintegrowany Grupa Kapitałowa Lubelski Węgiel Bogdanka 2015, Raport zintegrowany Grupy ORLEN 2015.

W tabelicy 3 znalazło się 4 spółki. Budimex S.A. swój raport przygotował w oparciu o 19 różnych elementów, Pelion S.A. mniej – 15 elementów, Lubelski Węgiel Bogdanka S.A. podobnie – 14 elementów, a PKN Orlen S.A. – 10 elementów. Kolejne 5 spółek przedstawiło raport za pomocą mniejszej liczby różnych rozdziałów: Polska Grupa Energetyczna S.A. – 9 elementów,

KGHM Polska Miedź S.A. – 8 elementów, Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A. oraz Lotos S.A. – po 7 elementów, a Tauron Polska Energia S.A. tylko 5 elementów.

**Tablica 4. Porównanie struktury i zakresu zintegrowanego sprawozdania za rok 2015 wśród spółek z Respect Index**

Polska Grupa Energetyczna S.A.	KGHM Polska Miedź S.A.	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A.	LOTOS S.A.	Tauron Polska Energia S.A.
1. Nasza Grupa	1. Wprowadzenie	1. List Prezesa	1. Rok 2015 w GK LOTOS	1. O Grupie
2. Rynek energii	2. Nasz biznes	2. Grupa Azoty w liczbach	2. Nasza strategia	2. Tauron na GPW
3. Władze spółki	3. Otoczenie rynkowe w 2015 r.	3. Nasza grupa	3. Innowacje kluczem do trwałego sukcesu	3. Zrównoważony rozwój
4. Model biznesowy i działalność	4. Nasze wyniki	4. Nasz biznes	4. Produkt, klient. W trosce o jakość i bezpieczeństwo	4. Ład korporacyjny
5. Ryzyko i szanse	5. Ład korporacyjny	5. Nasza odpowiedzialność	5. Sprawna i stabilna organizacja	5. Sprawozdania finansowe
6. Strategia	6. O raporcie	6. Nasze finanse	6. Nasz wpływ społeczny	
7. Kapitały	7. Wybrane elementy z jednostkowego i skonsolidowanego sprawozdania finansowego	7. Nasz raport	7. Nasz raport	
8. Sprawozdanie finansowe	8. Dodatkowe wskaźniki GRI			
9. O naszym raporcie				

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport Zintegrowany PGE 2015, Raport Zintegrowany KGHM 2015, Raport Zintegrowany Grupy Azoty za rok 2015, Zintegrowany Raport Roczny LOTOS 2015, Raport Zintegrowany Tauron 2015.

Po przeanalizowaniu struktury oraz zakresu prezentowanych informacji w sprawozdaniach zintegrowanych można zauważyć, że są one grupowane w różne rozdziały, przybierają różną formę prezentacji. Utrudnia to interesariuszom porównanie informacji, a także szybką analizę spółek i dokonanie właściwych wyborów.

Dotychczasowa dowolność w zakresie raportowania społecznego ma swoje zalety, jednak brak przyjętych w Polsce jednolitych zasad opracowywania sprawozdań zintegrowanych może stanowić istotny problem dla korzystających z tych informacji interesariuszy.

W raportach zintegrowanych informacja powinna być sprawdzona i wiarygodna. Interesariusze oczekują użytecznych informacji do podejmowania decyzji, aktualnych, prezentowanych w zrozumiałej i przejrzystej formie oraz wybiegających w przyszłość, które pozwalają kreować pogląd na temat wartości przedsiębiorstwa oraz czynników ją tworzących, zarówno finansowych, jak i niefinansowych [Michalczyk, 2013, s. 159–160].

W tabelicy 5 zostały przedstawione spółki pod kątem występowania 7 głównych elementów struktury raportu zintegrowanego.

**Tabela 5. Analiza raportów zintegrowanych – porównanie 7 elementów struktury raportu zintegrowanego**

Elementy raportu	Budimex	Pelion	Bogdanka	Orlen	PG Energetyczna	KGHM	Zakłady Azotowe	Lotos	Tauron
przeгляд organizacji środowiska zewnętrznego	X	X	X	X	X	X	X	X	X
zarządzanie i ład organizacyjny	-	-	X	X	-	X	-	X	X
model biznesowy	X	X	X	X	X	X	-	X	X
strategia i alokowanie zasobów	X	X	X	X	X	X	X	X	X
szanse i ryzyka	-	-	X	X	X	X	-	X	X
wyniki	X	X	X	X	X	X	X	X	X
perspektywy na przyszłość	X	-	X	X	-	X	-	X	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów 9 spółek z Respect Index.

Analizując tablicę 5, można stwierdzić, iż coraz więcej spółek, sporządzając raport zintegrowany, zawiera w nim wszystkie 7 elementów struktury IIRF. I tak, 9 spółek poddanych analizie sporządzających raport zintegrowany zawiera w sporządzanym raporcie 3 elementy, takie jak: informacje o organizacji i środowisku zewnętrznym, strategię i alokację zasobów oraz informację o osiągniętych wynikach. Natomiast 4 spółki (Lubelski Węgiel Bogdanka S.A., PKN ORLEN S.A., KGHM Polska Miedź S.A. oraz Lotos S.A.) sporządzają raport zintegrowany z zachowaniem wszystkich 7 elementów struktury raportu.

## Zakończenie

Raportowanie zintegrowane to wciąż stosunkowo nowa dziedzina, jednak dynamicznie rozwijająca się. Z roku na rok wzrasta liczba spółek informujących interesariuszy o swojej działalności za pomocą raportów zintegrowanych. Spółki, które oprócz informacji finansowych prezentują również informacje niefinansowe dotyczące aspektów społecznych i środowiskowych, odnoszą z tego wielorakie korzyści. Wzmacniają swoją pozycję na rynku, reputację, wiarygodność, a to z kolei przekłada się na ich wartość [Remlein, 2015, s. 165].

W kontekście rosnących potrzeb interesariuszy opracowanie standardu zintegrowanego sprawozdania jest niewątpliwie ważnym krokiem w raportowaniu zarówno w zakresie przekazywanych informacji, jak i ich transparentności. Jest to istotne również z punktu widzenia wypełnienia luki informacyjnej w obszarze tworzenia wartości przez przedsiębiorstwa.

Przedsiębiorstwa, które podjęły się sporządzania raportów zintegrowanych, można uznać za liderów, kreujących nowe trendy na polskim rynku. Sprawozdawczość zintegrowana jest najnowszym podejściem do raportowania i jak się wydaje, w istotny sposób wpływa na skuteczność komunikacji przedsiębiorstwa z interesariuszami.

Ze względu na rosnące znaczenie danych pozafinansowych w ocenie działalności przedsiębiorstw zaleca się poddawanie raportu zewnętrznej weryfikacji [Ćwik, 2013, s. 62].

Raportowanie zintegrowane w perspektywie czasu może stać się niezwykłym narzędziem zarządzania dla kadry kierowniczej. W 2018 r. można spodziewać się rosnącej liczby tego typu raportów wśród polskich przedsiębiorstw, ze względu na wprowadzenie od 2017 r. dyrektywy 2014/95/UE [Matuszyk, 2015, s. 153–161]. Stosowane metody prezentacji raportów oraz rozwiązania technologiczne, jakie rynek jest w stanie dostarczyć, sprawia, że będą one coraz ciekawsze, a także dostosowane do wymagań oraz potrzeb interesariuszy.

Dla przedsiębiorstwa mającego jasną i sprecyzowaną wizję relacji z klientami raportowanie zintegrowane stanowi nie tylko użyteczną formę komunikacji, ale wpływa także na budowanie pozytywnych długoterminowych relacji z interesariuszami. Raportowanie staje się nieodzownym elementem komunikacji przedsiębiorstwa z otoczeniem, a przez to ma ogromne znaczenie dla kreowania długofalowego sukcesu na rynku, gdyż z punktu widzenia organizacji jej przyszłość zależy od sposobu, w jaki postrzegają ją interesariusze.

Podsumowując, można stwierdzić, że nowy trend, jakim jest raportowanie zintegrowane, stanowi podstawę do budowania silnej strategii oraz wizerunku przedsiębiorstwa w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu. Obecnie poziom informowania pozafinansowego jest niewystarczający. Przedsiębiorstwa powinny nie tylko dążyć do spełniania wszelkich norm i wytycznych, ale zrobić kolejny krok dla rozwoju przedsiębiorstwa i sporządzać raporty zintegrowane.

Reasumując, istnieje wiele nierozwiązanych kwestii dotyczących raportowania zintegrowanego i jego przyszłości. Z jednej strony sama idea stworzenia jednego dokumentu zawierającego informacje finansowe i niefinansowe wydaje się słuszna, z drugiej strony „natłok” informacji w jednym dokumencie sprawia, że inwestorom coraz trudniej zapoznać się ze sprawozdaniem oraz wybrać istotne informacje. Z tego względu uporządkowanie oraz ujednolicenie raportów zintegrowanych wydaje się konieczne.

Opracowanie standardu zintegrowanego sprawozdania jest niewątpliwie ważnym krokiem w raportowaniu informacji w kontekście rosnących potrzeb interesariuszy przedsiębiorstwa. Pozwoli to na kompleksowe ujęcie w jednym dokumencie wszystkich sfer działalności przedsiębiorstwa, przede wszystkim zaakcentowanie w nim znaczenia połączeń pomiędzy strategią przedsiębiorstwa, wynikami finansowymi a społecznym, ekonomicznym i środowiskowym kontekstem jego działalności. Ponadto umożliwi stworzenie globalnej platformy raportowania dokonań przedsiębiorstwa w ramach koncepcji społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju.

## Literatura

- Adams C. (2013), *Integrated Reporting and the Six Capitals: What Does it All Mean? Towards Sustainable Business*, <https://drCarolAdams.net/integrated-reporting-and-the-six-capitals-what-does-it-all-mean/>, dostęp: 10.08.2017.
- Bek-Gaik B., Rymkiewicz B. (2015), *Model biznesu w sprawozdawczości polskich spółek publicznych na przykładzie branży energetycznej*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 398, Wrocław.

- Błach J. (2013), *Raportowanie CSR jako element relacji inwestorskich przedsiębiorstwa*, w: G. Borys, A. Janusz (red.), *Rola instytucji i rynku finansowego w świetle celów oraz zasad zrównoważonego rozwoju*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Błaszczak A. (2017), *Rzetelne raportowanie pozafinansowe wspiera wizerunek firmy*, w: *Biznes odpowiedzialny w Polsce*, „Rzeczpospolita”, Parkiet.
- Ćwik N. (red.), (2013), *Wspólna odpowiedzialność. Rola raportowania społecznego*, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, [http://odpowiedzialnybiznes.pl/public/files/Wspolna%20odpowiedzialnosc\\_Raportowanie%20spoleczne-PODGLAD.pdf](http://odpowiedzialnybiznes.pl/public/files/Wspolna%20odpowiedzialnosc_Raportowanie%20spoleczne-PODGLAD.pdf), dostęp: 12.07.2017.
- Eccles R.G., Krzus M.P. (2010), *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*, John Wiley & Sons, New Jersey.
- Gazdar K. (2007), *Reporting Nonfinancials*, John Wiley & Sons, Ltd. Chichester.
- Gregorczyk D. (2015), *Raportowanie zintegrowane w tworzeniu wspólnej wartości (CSV)*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 396, J. Adamek, J. Zuchewicz (red.), *Finanse i rachunkowość na rzecz zrównoważonego rozwoju – odpowiedzialność, etyka, stabilność finansowa*, tom 2, *Rachunkowość*. <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ponad-300-najwiekszych-spolek-i-instytucjiw-Polsce-z-nowym-obowiazkiem-raportowania-3341317.html>, dostęp: 3.09.2017. [http://www.brief.pl/artukul,1343,raportowanie\\_jakie\\_znamy\\_odchodzi\\_do\\_lamusa.html](http://www.brief.pl/artukul,1343,raportowanie_jakie_znamy_odchodzi_do_lamusa.html), dostęp: 13.08.2017. <https://odpowiedzialnybiznes.pl>, dostęp: 20.08.2017. <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/press-releases/articles/unijny-obowiazek-raportowania-danych.html>, dostęp: 20.08.2017.
- International Integrated Reporting Council (IIRC)*, (2014), *Framework <IR>*, International Integrated Reporting Committee, <http://www.theiirc.org/IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>, dostęp: 20.08.2017.
- Jędrzejka D. (2012), *Raportowanie zintegrowane jako nowe podejście do współczesnej sprawozdawczości*, „Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica”, No. 266.
- Kamela-Sowińska A. (2014), *Dyrektywa Unii Europejskiej o ujawnianiu informacji niefinansowych – nowe wyzwanie dla rachunkowości*, „Studia Oeconomica Posnaniensa”, Vol. 2, No. 4 (265).
- Kamela-Sowińska A. (2015), *Tajemnica przedsiębiorstwa a dyrektywa Unii Europejskiej o ujawnianiu informacji niefinansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów (2011), *Odnowiona strategia UE na lata 2011–2014 dotycząca społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, Komisja Europejska, Bruksela, 25.10.2011 KOM 681.
- KPMG (2013), *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013*, <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/corporate-responsibility/Documents/corporate-responsibility-reporting-survey-2013-exec-summary.pdf>, dostęp: 3.02.2017.



- Krasodomska J. (2012), *Zintegrowana sprawozdawczość spółek w 2020 roku*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, nr 66(122), SKwP, Warszawa.
- Krzysztofek A. (2013), *RESPECT Index – inicjatywa Giełdy Papierów Wartościowych w procesie wdrażania zasad społecznej odpowiedzialności na polskim rynku kapitałowym*, w: W. Czakon, M. Wojewoda (red.), *Być, mieć czy władać*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu”, nr 49, Poznań.
- Marcinkowska M. (2004), *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Matuszyk I. (2015), *Raportowanie zintegrowane w komunikacji przedsiębiorstwa z otoczeniem*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 74, t. 2, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Michalczyk G. (2013), *Zasoby niematerialne jako czynnik wartości przedsiębiorstwa. Luka informacyjna sprawozdawczości finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
- Nowa dyrektywa w sprawie ujawniania danych pozafinansowych* (2014), Warszawa, Ministerstwo Finansów, <http://www.mf.gov.pl>, dostęp: 20.07.2017.
- Raport Zintegrowany Grupa Kapitałowa Lubelski Węgiel Bogdanka 2015.
- Raport zintegrowany Grupy ORLEN 2015.
- Remlein M. (red.) (2013), *Rachunkowość odpowiedzialności społecznej – teoria i praktyka. Materiały konferencyjne*, Krajowa Izba Biegłych Rewidentów, Oddział Regionalny w Poznaniu, Poznań.
- Remlein M. (2015), *Doświadczenia polskich grup kapitałowych w zakresie zintegrowanej sprawozdawczości*, „Studia Oeconomica Posnaniensia”, Vol. 3, No. 1.
- Remlein M. (2016), *Koszty i korzyści prezentowania dokonań przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego w zintegrowanym sprawozdaniu*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej Zarządzanie”, nr 23, t. 2.
- Samelak J. (2013), *Zintegrowane sprawozdanie przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Poznań.
- Sobczyk M. (2012), *Zintegrowane raportowanie – nowy model raportowania biznesowego*, w: *Aktualne wyzwania w zarządzaniu podmiotami gospodarczymi*, P. Trippner (red.), „Przedsiębiorczość i Zarządzanie”, t. XIII, z. 1, Łódź.
- Sroka R. (red.) (2014), *Raportowanie danych niefinansowych ESG, a odpowiedzialne inwestowanie. Przewodnik dla spółek i inwestorów*, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, GES oraz Crido Business Consulting, Warszawa.
- Stanek-Kowalczyk A. (2013), *Raportowanie zintegrowane – nowy trend, stare wyzwania*, w: N. Ćwik (red.), *Wspólna odpowiedzialność. Rola raportowania społecznego*, FOB.
- Szadziewska A. (2014), *Prezentowanie informacji na temat społecznej odpowiedzialności w sprawozdawczości zewnętrznej przedsiębiorstw*, w: D. Dziawgo, G. Borys (red.), *Rachunkowość na rzecz zrównoważonego rozwoju. Gospodarka – etyka – środowisko*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Szadziewska A. (2013), *Rola rachunkowości w pomiarze efektywności działań CSR*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Szczepankiewicz E.I. (2013), *Definiowanie zakresu zasięgu i jakości zintegrowanego sprawozdania*, [w:] Z. Luty, A. Łakomiak, A. Mazur (red.), *Przyszłość rachunkowości*

*i sprawozdawczości – założenia, zasady, definicje. Ujawnienia informacji w sprawozdaniu finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.

Towards Integrated Reporting, Communicating Value in the 21st Century, International Integrated Reporting Committee (IIRC), 2011.

*Unijny obowiązek raportowania danych pozafinansowych obejmie co najmniej 300 największych spółek i instytucji finansowych w Polsce*, Warszawa 14.05.2015, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/press-releases/articles/unijny-obowiazek-raportowania-danych.html>, dostęp: 27.09.2017.

Zintegrowany Raport Roczny Budimex 2016 (za 2015 rok).

Zintegrowany Raport Roczny Pelion 2015.

## **Streszczenie**

W ostatnich latach od przedsiębiorstw wymaga się coraz więcej w kwestii komunikowania o danych niefinansowych – interesariusze stali się coraz bardziej wymagający. Żądają od przedsiębiorstw bardziej szczegółowych informacji zarówno finansowych, jak i niefinansowych. W związku z tym przedsiębiorstwa zaczęły przygotowywać odrębne raporty CSR, a także raporty zintegrowane.

Celem artykułu jest prezentacja raportowania zintegrowanego jako nowego narzędzia w komunikacji przedsiębiorstwa z interesariuszami. W artykule zostanie przedstawiona analiza raportowania spółek z Respect Index (9 raportów zintegrowanych przygotowywanych przez spółki). Zastosowano metodę analizy literatury, analizy raportów, metodę porównań oraz metodę obserwacji.

## **Słowa kluczowe**

raportowanie zintegrowane, sprawozdawczość przedsiębiorstw, sprawozdawczość zintegrowana, społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw

## **Integrated reporting on the example of Respect Index enterprises (Summary)**

In last years, businesses are increasingly demanding to communicate about non-financial data – stakeholders have become increasingly demanding. They require more detailed information from both financial and non-financial sources. As a result, companies began to develop separate CSR reports as well as integrated reports.

The aim of this article is presenting integrated reporting as a new tool for corporate communication with stakeholders. The article will present an analysis of companies reporting the Respect Index (9 integrated reports prepared by companies). Literary analysis, report analysis, comparative method and observation method were used.

## **Keywords**

integrated reporting, business reporting, integrated reporting, corporate social responsibility

Iwona Otola\*

Marlena Grabowska\*\*

## Struktura własności korporacyjnej spółek Skarbu Państwa a płynność rynku akcji – analiza porównawcza

### Wstęp

W opracowaniu podjęto próbę badań nad strukturą własności w giełdowych spółkach akcyjnych w kontekście płynności rynku. Istotność podjętego tematu wynika z dwóch zasadniczych przesłanek. Pierwsza z nich wiąże się z zagadnieniem płynności rynku, która wyrażana jest przez potencjalną możliwość swobodnego dokonania transakcji kupna/sprzedaży akcji bez negatywnego wpływu na ich cenę. Tym samym płynność bezpośrednio oddziałuje na wycenę danej spółki oraz na zwrot z zainwestowanego kapitału. Ma ona zatem fundamentalne znaczenie dla inwestorów giełdowych. Natomiast druga przesłanka dotyczy znaczenia struktury własności korporacyjnej, a w szczególności koncentracji własności w spółkach, w zwiększaniu efektywności działania spółki i ograniczaniu kosztów nadzoru.

W literaturze przedmiotu podkreśla się istotne statystycznie relacje zachodzące między płynnością rynku a strukturą własności wskazujące, iż wraz ze wzrostem koncentracji własności zmniejsza się płynność rynku [Heflin, Shaw, 2000; Rhee, Wang, 2009]. W zawiązku z powyższym w artykule podjęto próbę weryfikacji omawianych zależności w podziale na dwie próby badawcze, wyróżnione ze względu na specyficzny charakter własności – udział Skarbu Państwa. Celem niniejszego opracowania było wskazanie wpływu specyfiki struktury własności na płynność rynku wyrażoną różnymi miernikami. Przyjęto następującą hipotezę badawczą: płynność na rynku akcji wyrażona poszczególnymi miernikami jest determinowana specyfiką struktury własności.

W części empirycznej badaniami zostały objęte spółki akcyjne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie należące do indeksu

---

\* Dr hab. inż., Instytut Finansów, Bankowości i Rachunkowości, Wydział Zarządzania, Politechnika Częstochowska, ul. Armii Krajowej 19B, 42-200 Częstochowa, iwona.otola@wz.pcz.pl

\*\* Dr hab. inż., Instytut Finansów, Bankowości i Rachunkowości, Wydział Zarządzania, Politechnika Częstochowska, ul. Armii Krajowej 19B, 42-200 Częstochowa, marlena.grabowska@wz.pcz.pl

WIG-30. Relację zachodzącą pomiędzy strukturą własności korporacyjnej a płynnością rynku zbadano w latach 2013–2016.

## 1. Transferowalność akcji jako cecha prawa własności

Własność jest rozumiana jako posiadanie i możliwość władania dobrami. Wyraża się ona poprzez prawa i obowiązki właścicieli identyfikowane z przypadającymi dla nich korzyściami i powinnościami. W ogólnym ujęciu szereg praw i obowiązków przynależnych właścicielowi związany jest z użytkowaniem posiadanego dobra, czerpaniem z niego korzyści czy też możliwością rozporządzenia i przekazania dobra. Powyższe uogólnione ujęcie własności odnosi się także do własności o charakterze korporacyjnym.

Własność korporacyjna jest szczególną formą własności, która w generalnym ujęciu oznacza posiadanie udziałów lub akcji danej spółki. W kontekście przedsiębiorstwa prawo własności może być rozpatrywane poprzez teorię praw własności definiującą prawa i obowiązki właścicieli z tytułu posiadania określonej rzeczy. Wskazuje się, że podstawowe założenie teorii praw własności odnosi się do zachowań uczestników obrotu gospodarczego, które są determinowane przez formy własności i prawa z nich wynikające [Postuła, 2013, s. 75]. A.A. Alchian i H. Demsetz [1973, s. 17] podkreślają przy tym, że przedmiotem własności nie jest sama rzecz, ale wiązka praw do korzystania z rzeczy. W tym przypadku prawa własności mogą przybrać formę materialną (tj.: prawo do zysku, który generuje spółka, czy też prawo do udziału w masie upadłościowej spółki), jak i niematerialną (tj. prawo do głosowania lub prawo do informacji o sytuacji spółki). Istotną cechą własności korporacyjnej jest prawo do jej odstąpienia, będące możliwością zbycia akcji lub udziałów, co czyni ten rodzaj własności walorem płynnym i transferowalnym. W literaturze przedmiotu [Jerzemowska, 2002, s. 13] można odnaleźć sugestie mówiące, że akcje są tak samo płynne jak gotówka.

Odnosząc się bardziej szczegółowo do cech prawa dysponowania posiadanym dobrem, jakim jest akcja, można przytoczyć pogląd J. Jeżaka [2010, s. 25] podkreślającego, że możliwość przenoszenia praw własności jest niezbędna do zachowania ciągłości w użytkowaniu zgromadzonych dóbr oraz do optymalizowania struktury własności. Prawo to można traktować jako czynnik zwiększający atrakcyjność inwestycyjną spółek, ponieważ akcjonariusze mają możliwość swobodnej sprzedaży swoich akcji, w tym także w przypadku uznania danej inwestycji za bardzo ryzykowną. W podobnym tonie wypowiada się M. Jerzemowska [2002, s. 13], zauważając, że swoboda obrotu walorami jest jednym z czynników, które znacząco wpływają na rozwój korporacji, a możliwość upłynnienia akcji

jest istotna dla inwestorów przede wszystkim ze względu na zmniejszenie poziomu ich ryzyka.

Niemniej jednak swoboda obrotu papierami wartościowymi ma także pewne słabości. Zauważa się, że możliwość swobodnego dysponowania prawami własności może znacząco wpływać na kwestię sprawowanej kontroli w spółce nad wykorzystywanymi zasobami [Adamska i inni, 2016, s. 116]. Przyczynia się ona do nietrwałego związania inwestorów ze spółką. Łatwość „wejścia” i „wyjścia” ze spółki daje możliwość zmiany struktury akcjonariatu, a tym samym może przyczyniać się do zmiany wyznaczonego wcześniej kierunku funkcjonowania danego podmiotu. Podatność na przeprowadzenie tych zmian jest w głównej mierze uzależniona od siły oddziaływania akcjonariuszy wyrażonej poprzez stopień koncentracji własności w spółce.

## 2. Znaczenie koncentracji własności w spółce

Z historycznego punktu widzenia własność korporacyjna wykazywała tendencję do koncentrowania się w rękach kilku inwestorów, którzy przede wszystkim skupiali się na rozwoju danego podmiotu. Dopiero wraz ze wzrostem zapotrzebowania na kapitał spółki decydowały się na emisję akcji kierowaną do drobnych indywidualnych inwestorów [Jeżak, 2010, s. 84]. Działania te odpowiadają upowszechnianej w literaturze przedmiotu teorii hierarchii (*pecking order theory*) [Myers, 1984, s. 575], zgodnie z którą przedsiębiorstwa preferują wewnętrzne źródła finansowania. W sytuacji gdy źródła te nie są wystarczające, to w pierwszej kolejności ma miejsce finansowanie długiem (kredyt lub emisja obligacji), a dopiero po wyczerpaniu się tych możliwości pozyskanie kapitału następuje poprzez emisję nowych akcji. Tym samym działania te wpływały na kształt struktury własności korporacyjnej.

Istota omawianych zagadnień jest niejednokrotnie podkreślana i akcentowana w literaturze przedmiotu. Dla przykładu można przytoczyć pogląd P. Urbanka [2011, s. 215] twierdzącego, iż struktura własności jest jednym z zasadniczych czynników determinujących zasady funkcjonowania współczesnych korporacji. W opracowaniach naukowych wskazuje się ponadto, że struktura własności należy do kluczowych elementów przedsiębiorstwa, ponieważ istotnie wpływa na jego strategię [Filantotchev, Toms, 2003, s. 903] czy też silnie oddziałuje na podejmowane decyzje i praktyki nadzorcze [Yoshikawa i inni, 2014, s. 255].

Stopień koncentracji własności wynika z liczby posiadanych akcji i jest wyrażony poprzez wielkość pakietów akcji posiadanych przez akcjonariuszy, jak również wielkość akcjonariatu rozproszonego (tzw. *free float* – ilość akcji będących w wolnym obrocie) [Szewc-Rogalska, 2008, s. 312]. Można

zauważyć, że w generalnym ujęciu stopień ten odpowiada stopniowi koncentracji kontroli w spółce. Niemniej jednak pomiędzy nimi może zaistnieć rozbieżność z uwagi na możliwość występowania akcji uprzywilejowanych co do głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy.

W literaturze przedmiotu zauważa się, że istnieją dwa odmienne systemy własnościowo-kontrolne, tj.: otwarty (outsiderski) i zamknięty (insiderski) [Urbanek, 2011, s. 215]. Najważniejsza różnica pomiędzy nimi polega na odmienności struktur własnościowo-kontrolnych. W pierwszym przypadku jest ona rozproszona, a w drugim skoncentrowana. Koncentracja własności i kontroli w znaczący sposób wpływa na funkcjonowanie spółek, a także ma decydujące znaczenie w skuteczności mechanizmów nadzoru nad działalnością danego podmiotu. W systemie otwartym najważniejszą rolę w kontroli nad korporacją odgrywa mechanizm zewnętrzny, jakim jest rynek. Natomiast w systemie zamkniętym istotne znaczenie przykłada się do rad spółek – kluczowego, wewnętrznego mechanizmu kontroli.

Niemniej jednak koncentracja własności odgrywa dużą rolę nie tylko w działalności przedsiębiorstw, ale także przynosi określone konsekwencje dla akcjonariuszy i tym samym może warunkować ich zachowania. M. Aluchna [2015, s. 24] zauważa, że struktura własności determinuje możliwość wywierania wpływu przez akcjonariuszy na losy spółki, a także na pojawiające się w spółce problemy. Wysokość udziałów i różny poziom kontroli prowadzą do wyróżnienia akcjonariatu rozproszonego i akcjonariatu skoncentrowanego. W warunkach rozproszonej własności akcjonariusze mniejszościowi odgrywają niewielką rolę w procesach decyzyjno-kontrolnych. Ich część własności jest relatywnie niska, a koszty, jakie musieliby ponieść, angażując się w monitoring działań spółki, byłyby wysokie. To sprawia, że w przypadku rozproszonej struktury własności występuje efekt tzw. jazdy na gapę, oznaczający bierność akcjonariuszy mniejszościowych i oczekiwanie z ich strony, że działania dotyczące funkcjonowania spółki będą podejmowane przede wszystkim przez organy zarządcze. Taka sytuacja może prowadzić do wykorzystywania przez menedżerów ich pozycji w danej spółce i realizowania własnych interesów kosztem interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

Natomiast w przypadku skoncentrowanych struktur własności istnieje możliwość powstania konfliktu na linii akcjonariusz dominujący – akcjonariusz mniejszościowy. Istotną rolę w tym konflikcie odgrywa asymetria informacji przekazywanych poszczególnym grupom akcjonariuszy. Akcjonariusz dominujący ma większą możliwość uzyskania informacji ważnych dla swoich działań. Tym samym działania adekwatne dla sfery własności są podejmowane przede wszystkim przez akcjonariuszy dominujących.

Zauważa się, że koncentracja własności może przynieść wiele pozytywnych efektów, ponieważ skłania dominujących inwestorów do aktywnego sprawowania nadzoru nad spółką. Jednakże może ona również stwarzać zagrożenie dla interesów akcjonariuszy mniejszościowych, które mogą być naruszane przez inwestorów dominujących [Szewc-Rogalska, 2008, s. 311]. Podobny pogląd reprezentuje J. Jeżak [2010, s. 91–98], który twierdzi, że koncentracja własności nie jest zjawiskiem negatywnym, ponieważ motywuje ona dużych akcjonariuszy do aktywności w spółce oraz stałego monitorowania zarządzających, wzmacniając tym samym zainteresowanie właścicieli jakością i efektywnością funkcjonowania spółki. Skoncentrowane struktury własnościowe zbliżają interesy dominujących właścicieli i kadry zarządzającej. Niemniej jednak koncentracja własności korporacyjnej może mieć negatywne strony przejawiające się sprzyjaniem nadużywania pozycji przez akcjonariuszy większościowych.

Systematyzując powyższe rozważania, można przytoczyć pogląd M. Marcinkowskiej [2014, s. 153], która wyróżnia trzy istotne kombinacje stopnia koncentracji własności i siły kontroli. Przy rozproszonej własności może mieć miejsce silna kontrola, jeżeli w danym podmiocie część akcjonariatu dysponuje akcjami uprzywilejowanymi co do głosu lub akcjami niemymi. Taka sytuacja z jednej strony daje możliwość akcjonariuszowi dominującemu sprawowania kontroli nad zarządem, ale może także prowadzić do naruszenia praw akcjonariuszy mniejszościowych. Podobny efekt może zostać wywołany przy skoncentrowanej własności dającej silną kontrolę. Ostatnia kombinacja dotyczy przypadku, w którym skoncentrowana własność w wyniku ograniczeń co do liczby głosów nie upoważnia do znaczących działań kontrolnych.

Analizując literaturę przedmiotu, można wskazać zatem, że koncentracja własności wywołuje dysproporcje interesów wśród poszczególnych grup akcjonariuszy, stając się jednocześnie przesłanką przeniesienia prawa własności z akcji. Tym samym obserwuje się związek przyczynowo-skutkowy zachodzący pomiędzy stopniem koncentracji własności a tendencją akcjonariuszy do realizacji prawa zbycia akcji.

### **3. Zasadnicze determinanty płynności akcji**

Problematyka płynności rynku poruszana jest szeroko w literaturze zagranicznej i co jest warte podkreślenia pojawiają się także badania płynności polskiego rynku giełdowego [Steręńczak, 2016; Olbryś, 2013; Otoła, Grabowska, 2012] a nawet zmienności rynku [Włodarczyk, Otoła, 2016]. Samo zagadnienie płynności rynku jest trudne do uchwycenia ze względu na wielowymiarowość tego zjawiska. W literaturze przedmiotu wymienia się wiele cech, którymi charakteryzuje się omawiane zjawisko, ale już

podanie definicji czy też wybranie właściwej miary płynności rynku stanowi dylemat dla badaczy. Najczęściej płynność rynku jest definiowana jako możliwość dokonywania transakcji akcjami szybko, po niskim koszcie i bez wywierania wpływu na ceny transakcyjne tych akcji [Naes i inni, 2008; Hałaj, Sieradzki, 2008]. Najwięcej jednak problemów związanych z płynnością rynku dotyczy jej wymiarów, gdyż są one przedstawiane z różnych punktów widzenia. Płynność rynku jest związana [Sarr, Lybek, 2002]:

- z kosztami zawierania transakcji, co określa się mianem ciasności rynku,
- liczbą zawartych transakcji potrzebną do zmiany cen – odzwierciedla to głębokość rynku,
- realizacją wolumenów transakcji niewpływających nadmiernie na cenę określanych przez szerokości rynku,
- czasem potrzebnym do powrotu cen akcji do stanu przed nagłymi zmianami na rynku, co uznawane jest za odporność rynku,
- tempem dokonywania transakcji rozumianej jako natychmiastowość rynku.

Z kolei na przedstawione powyżej wymiary płynności rynku wpływa wiele innych zmiennych. Przykładowo czynniki wpływające na wzrost koncentracji własności, w tym asymetria informacji czy też działania prowadzące do naruszania praw akcjonariuszy mniejszościowych, mogą stać się zasadniczymi determinantami płynności akcji. Różnorodne wymiary płynności rynku wskazują na wiele kluczowych jej czynników, ale jednocześnie często nie pozwalają na przeprowadzenie analizy za pomocą jednego wybranego miernika, gdyż każdy z nich obrazuje inny aspekt płynności.

Wyniki badań odnośnie do płynności polskiego rynku giełdowego przeprowadzone m.in. przez G. Hałaję i R. Sieradzkiego [2008] oraz I. Otołę i M. Grabowską [2012] pozwalają zauważyć, iż różnorodne miary nie pokrywają się ze sobą, tzn. rynek może być płynny na podstawie miary Hui-Heubela i jednocześnie niepłynny na podstawie klasycznego wskaźnika relacji obrotów do kapitalizacji.

#### 4. Badania empiryczne

Powyższe rozważania teoretyczne były przyczynkiem do przeprowadzenia badań nad relacjami zachodzącymi między strukturą własności korporacyjnej a wybranymi miarami płynności rynku. Próba badawcza obejmuje 28<sup>1</sup> spółek notowanych na głównym rynku GPW w Warszawie i wchodzących na dzień 31 grudnia 2016 r. w skład indeksu WIG-30.

<sup>1</sup> W badaniu uwzględniono tylko te spółki, które były notowane na giełdzie na dzień 1.01.2013 r.



Badania obejmowały lata 2013–2016 i przeprowadzone zostały na podstawie danych zawartych w raportach bieżących spółek oraz danych dotyczących notowań archiwalnych spółek udostępnionych z serwisu inforsfera.com. Do przeprowadzenia badań empirycznych wybrano następujące zmienne odnoszące się do płynności rynku: wskaźnik Hui-Heubela (LHH) obrazujący szerokość i głębokość wspartą ciasnością, wskaźnik braku płynności (ILLIQ) odzwierciedlający odporność wspartą natychmiastowością i głębokością, klasyczny wskaźnik relacji obrotów giełdowych do kapitalizacji spółek (WSK\_OK). Struktura własności korporacyjnej została wyznaczona na podstawie informacji o procentowym składzie zwykłego i nadzwyczajnego walnego zgromadzenia akcjonariuszy danej spółki. Na tej podstawie określono następujące zmienne niezależne: LICZ\_IN\_INST – liczbę inwestorów instytucjonalnych, U\_IN\_INST – procentowy udział inwestorów instytucjonalnych, P\_IN – pozostały udział inwestorów posiadających ponad 5% akcji. Za dodatkową zmienną niezależną przyjęto liczbę transakcji LT. Dane odnoszące się do struktury własności korporacyjnej zostały przedstawione na ostatni dzień każdego miesiąca, zaś dane odnoszące się do płynności rynku oraz liczba transakcji zostały uśrednione za pomocą mediany i przedstawione również na ostatni dzień każdego miesiąca. Do badań zależności między strukturą własności korporacyjnej a wybranymi miarami płynności rynku wykorzystano analizę regresji. Badane spółki podzielono na dwie grupy: pierwszą z udziałem Skarbu Państwa oraz drugą – bez udziału Skarbu Państwa. W celu zweryfikowania zależności między płynności rynku a strukturą własności korporacyjnej zbudowano modele regresji, do estymacji których wykorzystano oprogramowanie Gretl.

Pierwszy etap badań polegał na wyliczeniu trzech miar płynności rynku w ujęciu miesięcznym, co pozwoliło na 48 obserwacji dla każdej spółki w ciągu czterech badanych lat. Pierwszym z wyliczonych wskaźników, niezbyt często wykorzystywanym w literaturze przedmiotu, jest wskaźnik Hui-Heubela. Ujmuje on wielkość obrotu oraz zmienność ceny i jest liczony według poniższego wzoru [Næs i inni, 2008]:

$$L_{HH}^d = \frac{(P_{\max} - P_{\min}) / P_{\min}}{V / (S \times \bar{P})}$$

gdzie:

$P_{\max}$  – najwyższa cena zamknięcia w podokresie  $d$ ,

$P_{\min}$  – najniższa cena zamknięcia w podokresie  $d$ ,

$V$  – całkowita wartość obrotów w podokresie  $d$ ,

$S$  – liczba wyemitowanych akcji,

$\bar{P}$  – średnia cena zamknięcia w podokresie  $d$ .

Jest to miara oparta na cenie równowagi i jej zadaniem jest pomiar proporcji między czasowym i ciągłym ruchem cen akcji. Druga z miar płynności odnosi się do tzw. braku płynności, czyli obrazuje odporność ceny na wielkość transakcji. Zaproponowany przez Y. Amihuda miernik liczony jest według poniższego wzoru [Amihud, 2002]:

$$ILLIQ_{iy} = 1 / D_{iy} \sum_{t=1}^{D_{iy}} \frac{|R_{iyd}|}{VOLD_{iyyd}}$$

gdzie:

$D_{iy}$  – liczba dni z dostępnymi danymi dla akcji  $i$  w roku  $y$ ,

$R_{iyd}$  – zwrot z akcji  $i$  w dniu  $d$  w roku  $y$ ,

$VOLD_{iyyd}$  – dzienny wolumen obrotu w jednostkach pieniężnych.

Ostatni wskaźnik płynności jest relacją obrotów giełdowych do kapitalizacji spółek i wyraża się wzorem:

$$WSK\_OK = \frac{\text{Obrót}}{\text{Kapitalizacja}}$$

gdzie:

Obrót – oznacza iloczyn kursu i liczbę zawartych transakcji kupna i sprzedaży akcjami danej spółki,

Kapitalizacja – określa wartość spółki na giełdzie wyrażoną przez sumę iloczynów aktualnego kursu akcji i liczby jej akcji w obrocie giełdowym.

W tabelicy 1 zaprezentowano statystyki opisowe dla prób z podziałem na spółki z udziałem Skarbu Państwa oraz bez jego udziału w strukturze własności. Próba z udziałem Skarbu Państwa w strukturze własności obejmowała 11 spółek, zaś druga próba badawcza – 17 spółek.

W tabelicy 2 i 3, odpowiednio dla spółek z udziałem Skarbu Państwa oraz bez udziału Skarbu Państwa, zaprezentowano modele regresji zbudowane dla każdej miary płynności z osobna i wyróżnionych mierników struktury własności. W związku z powyższym zbudowano sześć modeli regresji.

**Tabela 1. Statystyki opisowe**

Zmienna	Średnia	Odchylenie stand.	Mediana	Minimum	Maksimum
spółki z udziałem Skarbu Państwa					
ILLIQ	0,528	0,048	0,215	0,006	28,893
LHH	10,841	0,599	6,360	0,818	293,127
WSK_OK.	0,00115	0,00003	0,00094	0,00001	0,00496
LT	771,34	20,02	645,50	25,50	3806,00
U_IN_INST	10,52	0,39	7,38	0,00	50,49
P_IN	48,40	0,71	50,67	0,00	95,25
LICZ_IN_INS	1,69	0,06	1,00	0,00	8,00

Zmienna	Średnia	Odchylenie stand.	Mediana	Minimum	Maksimum
spółki bez udziału Skarbu Państwa					
ILLIQ	0,196	0,013	0,066	0,007	1,867
LHH	7,918	0,378	4,908	0,141	57,348
WSK_OK.	0,00216	0,00015	0,00133	0,00014	0,03038
LT	2125,58	66,05	1714,25	182,00	8028,00
U_IN_INST	51,03	0,48	51,45	30,00	72,06
P_IN	2,64	0,25	0,00	0,00	19,43
LICZ_IN_INS	2,25	0,06	2,00	1,00	6,00

Źródło: Opracowanie własne.

Parametry modeli regresji oszacowano przy wykorzystaniu Klasycznej Metody Najmniejszych Kwadratów. W każdej z poniższych analiz za zmienną zależną przyjęto jeden z mierników płynności: w modelu 1 – ILLIQ, w modelu 2 – LHH, w modelu 3 – WSK\_OK. Za zmienne niezależne przyjęto z kolei: LT – liczbę transakcji, LICZ\_IN\_INST – liczbę inwestorów instytucjonalnych, U\_IN\_INST – procentowy udział inwestorów instytucjonalnych, P\_IN – pozostały udział inwestorów posiadających ponad 5% akcji. Przy czym w modelu 3 nie można wykorzystać zmiennej LT, ze względu na jej udział w budowie miernika WSK\_OK. Ponadto modele zbudowano dla każdej z grup, tzn. dla spółek z udziałem Skarbu Państwa oraz dla spółek bez udziału Skarbu Państwa.

## Tablica 2. Modele regresji dla spółek z udziałem Skarbu Państwa

Model 1: Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 528 obserwacji

Włączono 11 jednostek danych przekrojowych

Szereg czasowy długości = 48

Zmienna zależna (Y): ILLIQ

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	wartość p	
Const	-0,0259	0,0634	-0,4089	0,6828	
LT	-5,60568e-05	8,04592e-06	-6,9671	<0,0001	***
U_IN_INST	0,0047	0,0010	4,8310	<0,0001	***
P_IN	0,0256	0,0021	12,0729	<0,0001	***
LICZ_IN_INS	0,0145	0,0081	1,7843	0,0749	*
Średn.aryt.zm.zależnej		0,1958	Odch.stand.zm.zależnej		0,3017
Suma kwadratów reszt		24,9559	Błąd standardowy reszt		0,2184
Wsp. determ. R-kwadrat		0,4798	Skorygowany R-kwadrat		0,4758
F(4, 523)		120,6040	Wartość p dla testu F		7,53e-73
Logarytm wiarygodności		56,5247	Kryt. inform. Akaike'a		-103,0495
Kryt. bayes. Schwarz		-81,7040	Kryt. Hannana-Quinna		-94,6932
Autokorel.reszt – rho1		0,7155	Stat. Durbina-Watsona		0,5439

Model 2: Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 528 obserwacji  
 Włączono 11 jednostek danych przekrojowych  
 Szereg czasowy długości = 48  
 Zmienna zależna (Y): LHH

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	wartość p	
Const	-7,2304	1,8619	-3,8833	0,0001	***
LT	-0,0006	0,0002	-2,4721	0,0137	**
U_IN_INST	0,2501	0,0286	8,7330	<0,0001	***
P_IN	0,8421	0,0623	13,5163	<0,0001	***
LICZ_IN_INS	0,6217	0,2394	2,5970	0,0097	***
Średn.aryt.zm.zależnej		7,9178	Odch.stand.zm.zależnej		8,6826
Suma kwadratów reszt		21524,42	Błąd standardowy reszt		6,4153
Wsp. determ. R-kwadrat		0,4582	Skorygowany R-kwadrat		0,4541
F(4, 523)		110,5838	Wartość p dla testu F		3,00e-68
Logarytm wiarygodności		-1728,071	Kryt. inform. Akaike'a		3466,142
Kryt. bayes. Schwarza		3487,488	Kryt. Hannana-Quinna		3474,499
Autokorel.reszt – rho1		0,7057	Stat. Durbina-Watsona		0,5730

Model 3: Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 528 obserwacji  
 Włączono 11 jednostek danych przekrojowych  
 Szereg czasowy długości = 48  
 Zmienna zależna (Y): WSK\_OK

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	wartość p	
Const	0,0078	0,0007	11,4926	<0,0001	***
U_IN_INST	-0,0001	1,27982e-05	-8,0934	<0,0001	***
P_IN	-0,0001	2,49148e-05	-5,6593	<0,0001	***
Średn.aryt.zm.zależnej		0,0022	Odch.stand.zm.zależnej		0,0034
Suma kwadratów reszt		0,0054	Błąd standardowy reszt		0,0032
Wsp. determ. R-kwadrat		0,1404	Skorygowany R-kwadrat		0,1371
F(2, 525)		42,8625	Wartość p dla testu F		5,72e-18
Logarytm wiarygodności		2283,815	Kryt. inform. Akaike'a		-4561,630
Kryt. bayes. Schwarza		-4548,823	Kryt. Hannana-Quinna		-4556,617
Autokorel.reszt – rho1		0,9103	Stat. Durbina-Watsona		0,2370

Źródło: Opracowanie własne.

Zmienna liczba inwestorów instytucjonalnych okazała się nieistotna w modelu 3, stąd zbudowano model finalny, w którym wykorzystano tylko dwie zmienne: liczbę transakcji udział inwestorów instytucjonalnych oraz udział pozostałych inwestorów posiadających powyżej 5% akcji.

Zależność między płynnością rynku a strukturą właścicielską korporacji wskazuje iż wszystkie zmienne niezależne w modelu 3 charakteryzują się istotnością na poziomie  $p < 0,0001$ . Natomiast w modelach 2 i 1 ten poziom istotności został zaobserwowany tylko w trzech spośród

wyróżnionych czterech zmiennych niezależnych. Oznacza to, że struktura właścicielska korporacji ma wpływ na płynność rynku wyrażoną miernikami Hui-Heubela oraz braku płynności Amihuda. Współczynnik korelacji w modelu 1 (zmienna zależna ILLIQ) ukształtował się na poziomie 0,4798, zaś w modelu 2 (zmienna zależna LHH) na poziomie 0,4582, co akcentuje średnią zależność między badanymi zmiennymi. W modelu 3 (zmienna zależna WSK\_OK) współczynnik korelacji na poziomie 0,1403 świadczy o braku zależności między badanymi zmiennymi. O właściwej estymacji parametrów modeli regresji świadczy również wartość p testu F, która jest mniejsza niż 0,01. Wybór spośród dwóch modeli (1 i 2) o istotnym współczynniku determinacji można przeprowadzić na podstawie analizy porównawczej poszczególnych kryteriów informacyjnych, w tym kryterium Akaike'a, bayesowskiego Schwarza oraz Hannana-Quinna, a także wartości logarytmu wiarygodności. Uzyskane wyniki wskazują, iż model 1 jest modelem o lepiej dopasowanych parametrach.

### Tablica 3. Modele regresji dla spółek bez udziału Skarbu Państwa

Model 4: Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 816 obserwacji

Włączono 17 jednostek danych przekrojowych

Szereg czasowy długości = 48

Zmienna zależna (Y): ILLIQ

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	wartość p	
Const	0,5191	0,2647	1,9612	0,0502	*
LT	-0,0006	8,89321e-05	-7,1986	<0,0001	***
U_IN_INST	0,0654	0,0140	4,6712	<0,0001	***
P_IN	0,0094	0,0034	2,7474	0,0061	***
LICZ_IN_INS	-0,3797	0,0932	-4,0733	<0,0001	***
Średn.aryt.zm.zależnej		0,5276	Odch.stand.zm.zależnej		1,3771
Suma kwadratów reszt		1353,205	Błąd standardowy reszt		1,2917
Wsp. determ. R-kwadrat		0,1245	Skorygowany R-kwadrat		0,1201
F(4, 811)		28,8247	Wartość p dla testu F		2,00e-22
Logarytm wiarygodności		-1364,227	Kryt. inform. Akaike'a		2738,454
Kryt. bayes. Schwarza		2761,977	Kryt. Hannana-Quinna		2747,482
Autokorel.reszt – rho1		0,4297	Stat. Durbina-Watsona		1,0227

Model 5: Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 816 obserwacji

Włączono 17 jednostek danych przekrojowych

Szereg czasowy długości = 48

Zmienna zależna (Y): LHH

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	wartość p	
Const	-9,0321	2,9822	-3,0287	0,0025	***
LT	-0,0068	0,0010	-6,7066	<0,0001	***

U_IN_INST	0,3353	0,0741	4,5227	<0,0001	***
P_IN	0,4466	0,0389	11,4872	<0,0001	***
Średn.aryt.zm.zależnej		10,8409	Odch.stand.zm.zależnej		17,1235
Suma kwadratów reszt		177762,3	Błąd standardowy reszt		14,7960
Wsp. determ. R-kwadrat		0,2561	Skorygowany R-kwadrat		0,2534
F(3, 812)		93,1986	Wartość p dla testu F		7,75e-52
Logarytm wiarygodności		-3354,439	Kryt. inform. Akaike'a		6716,879
Kryt. bayes. Schwarza		6735,696	Kryt. Hannana-Quinna		6724,101
Autokorel.reszt – rho1		0,3954	Stat. Durbina-Watsona		0,8230

Model 6: Estymacja Panelowe MNK, z wykorzystaniem 816 obserwacji

Włączono 17 jednostek danych przekrojowych

Szereg czasowy długości = 48

Zmienna zależna (Y): WSK\_OK

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	wartość p	
Const	0,0034	0,0001	34,0837	<0,0001	***
U_IN_INST	-6,77358e-05	6,58288e-06	-10,2897	<0,0001	***
P_IN	-3,77465e-05	1,53229e-06	-24,6340	<0,0001	***
LICZ_IN_INS	0,0001	4,48502e-05	3,0242	0,0026	***
Średn.aryt.zm.zależnej		0,0011	Odch.stand.zm.zależnej		0,0008
Suma kwadratów reszt		0,0003	Błąd standardowy reszt		0,0006
Wsp. determ. R-kwadrat		0,4440	Skorygowany R-kwadrat		0,4420
F(3, 812)		216,1765	Wartość p dla testu F		4,7e-103
Logarytm wiarygodności		4868,956	Kryt. inform. Akaike'a		-9729,913
Kryt. bayes. Schwarza		-9711,095	Kryt. Hannana-Quinna		-9722,691
Autokorel.reszt – rho1		0,5780	Stat. Durbina-Watsona		0,8428

Źródło: Opracowanie własne.

Zależność między płynnością rynku a strukturą właścicielską korporacji wskazuje, iż wszystkie zmienne niezależne, w każdym ze zbudowanych modeli charakteryzują się istotnością na poziomie istotności  $p < 0,0001$ . Współczynnik korelacji w modelu 4 (zmienna zależna ILLIQ) ukształtował się na poziomie 0,1244, zaś w modelu 5 (zmienna zależna LHH) na poziomie 0,2561, co wskazuje, iż modele te nie są istotnie statystyczne. W modelu 6 (zmienna zależna WSK\_OK) wartość współczynnika korelacji 0,4440 świadczy o średniej zależności między badanymi zmiennymi. Oznacza to, że struktura właścicielska korporacji ma wpływ na płynność rynku wyrażoną przez wskaźnik relacji obrotów do kapitalizacji. O właściwej estymacji parametrów modelu 6 regresji świadczy również wartość p testu F, która jest mniejsza niż 0,01. Analiza kryteriów informacyjnych, w tym kryterium Akaike'a, bayesowskiego Schwarza oraz Hannana-Quinna,

a także wartość logarytmu wiarygodności wskazują na dobre dopasowanie parametrów w modelu 6.

## Zakończenie

Przeprowadzone badania empiryczne między strukturą właścicielską korporacji oraz płynnością rynku wskazują, iż istnieją między badanymi cechami zależności na średnim poziomie istotności. Zauważalna jest jednak różnica w wyborze mierników do oceny płynności rynku. W przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa lepszymi miernikami oceny płynności rynku są wskaźniki Hui-Heubela oraz braku płynności Amihuda odpowiadające za takie cechy rynku, jak szerokość, głębokość oraz odporność. Natomiast w przypadku spółek, w których Skarb Państwa nie ma swojego udziału, lepszym miernikiem płynności jest klasyczny wskaźnik relacji obrotów do kapitalizacji. Najprawdopodobniej wynika to z rodzaju struktury właścicielskiej korporacji. W przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa jest zdecydowanie zauważalna różnica w udziale inwestorów instytucjonalnych, który kształtuje się od minimum 30% do maksimum 72%. Inaczej jest w przypadku spółek bez udziału Skarbu Państwa. Istnieją bowiem spółki, w których brak jest inwestora instytucjonalnego, a największy jego udział sięga tylko 50%. Różnica widoczna jest także w przypadku udziału pozostałych inwestorów posiadających pakiet akcji powyżej 5%. W przypadku spółek niezależnych od Skarbu Państwa udział pozostałych znaczących inwestorów nie występuje w ogóle lub sięga nawet 95%, co przekłada się na niedopasowanie miar płynności, takich jak miernik Hui-Heubela oraz wskaźnik braku płynności Amihuda. W spółkach posiadających udział Skarbu Państwa pozostali znaczący inwestorzy posiadający pakiet akcji powyżej 5% nie przekraczają udziału 20% akcji danej spółki. Mając na uwadze powyższe rozważania, można wskazać na prawdziwość przyjętej hipotezy badawczej, co pozwala stwierdzić, że płynność na rynku akcji wyrażona poszczególnymi miernikami jest determinowana specyfiką struktury własności.

## Literatura

- Adamska A., Mesjasz Cz., Urbanek P. (2016), *Teorie ładu korporacyjnego. Władanie i kontrola w złożonym świecie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Alchian A.A., Demsetz H. (1973), *The Property Right Paradigm*, „The Journal of Economic History”, Vol. 33, No. 1.
- Aluchna M. (2015), *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Poltext, Warszawa.
- Amihud Y. (2002), *Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects*, „Journal of Financial Markets”, Vol. 5, No. 1.

- Filantotchev I., Toms S. (2003), *Corporate Governance, Strategy and Survival in a Declining Industry: A Study of UK Cotton Textile Companies*, „Journal of Management Studies”, Vol. 40, No. 4.
- Hałaj G., Sieradzki R. (2008), *Metody pomiaru płynności rynku akcji*, w: S. Buczek, A. Fierla (red.), *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Heflin F., Shaw K. (2000), *Blockholders ownership and market liquidity*, „The Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 35, No. 4.
- Jerzemowska M. (2002), *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Jeżak J. (2010), *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H.Beck, Warszawa.
- Marcinkowska M. (2014), *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Myers S.C. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance”, Vol. 39, No. 3.
- Næs R., Skjeltorp J.A., Ødegaard B.A. (2008), *Liquidity at the Oslo Stock Exchange*, April.
- Olbryś J. (2013), *Zastosowanie wybranych miar płynności aktywów kapitałowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 3, cz. 2.
- Otola I., Grabowska M. (2012), *Empiryczna analiza płynności rynku akcji w oparciu o wybrane mierniki*, „Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica”, nr 262, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Postuła I. (2013), *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Rhee G., Wang J. (2009), *Foreign insitutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia*, „Journal of Banking & Finance”, Vol. 33, No 7.
- Sarr A., Lybek T. (2002), *Measuring Liquidity in Financial Market*, „IMF Working Papers”, No. 232.
- Stereńczak S. (2016), *Problemy pomiaru płynności transakcyjnej w kontekście jej wieloaspektowości*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 1 (79).
- Szewc-Rogalska A. (2008), *Problemy nadzoru korporacyjnego w skoncentrowanych strukturach własności*, w: Rudolf S. (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Urbanek P. (2011), *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, „Zeszyty Naukowe”, nr 9.
- Włodarczyk A., Otola I. (2016), *Analysis of the Relationship between Market Volatility and Firms Volatility on the Polish Capital Market*, „Dynamic Econometric Models”, Vol. 16, No 1.
- Yoshikawa T., Zhu H., Wang P. (2014), *National Governance System, Corporate Ownership, and Roles of Outside Directors: A Corporate Governance Bundle Perspective*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 22, No. 3.



## **Streszczenie**

Zasadniczym celem opracowania jest przeprowadzenie badań nad strukturą własności w giełdowych spółkach akcyjnych w kontekście płynności rynku. Specyficzny charakter własności, jakim jest udział Skarbu Państwa w spółkach akcyjnych, może mieć wpływ na płynność rynku akcji. Część teoretyczna zawiera rozważania na temat własności korporacyjnej oraz płynności rynku. W części empirycznej badaniami zostały objęte spółki akcyjne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie należące do indeksu WIG-30. Relację zachodzącą pomiędzy strukturą własności korporacyjnej a płynnością rynku zbadano w latach 2013–2016.

## **Słowa kluczowe**

własność korporacyjna, płynność rynku akcji, inwestor instytucjonalny, Skarb Państwa

## **Structure of corporate ownership and stock market liquidity (Summary)**

The main purpose of the study is to conduct research on the ownership structure of stock exchange in the context of market liquidity. The specific nature of ownership, which is the share of the State Treasury in joint stock companies, may influence on the liquidity of the market. The theoretical part includes reflections on corporate ownership and market liquidity. In the empirical part of the study, the companies listed on the Warsaw Stock Exchange and included in WIG-30 have been tested. The relationship between the structure of corporate ownership and market liquidity was investigated between 2013 and 2016.

## **Keywords**

corporate ownership, stock market liquidity, institutional investor, State Treasury



**Stanisław Rudolf\***

## **Udział przedstawicielstwa załogi w nadzorze korporacyjnym. Tendencje zmian**

### **Wstęp**

Ostatnie dziesięciolecie przyniosły poważne zmiany w systemach nadzoru korporacyjnego. Największe jednak przypadają na okres ostatnich 15–20 lat. Był to okres, kiedy zaczęto przywiązywać większą wagę do funkcjonowania nadzoru spółek. Uświadomiono sobie bowiem, że nadzór stać się może ważnym czynnikiem poprawy efektywności spółki, a więc i wzrostu gospodarczego oraz podnoszenia konkurencyjności gospodarki. Odpowiedni nadzór korporacyjny pozwala w lepszym stopniu wykorzystać posiadany przez spółki kapitał. Zwiększa zaufanie zarówno inwestorów krajowych, jak i zagranicznych. Wpływa na lokalizację bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Nadzór może sprawić również, że spółka nie będzie się kierować wyłącznie własnym interesem, ale uwzględniac będzie w swojej działalności również interes państwa, regionu czy społeczności lokalnej<sup>1</sup>.

Właśnie rosnąca troska o jakość nadzoru sprawiła, że podlega on procesom ewolucji. Procesy takie wymuszane są z jednej strony przez narastającą konkurencję, z drugiej zaś – przez zmieniające się uwarunkowania działalności spółek. Narastająca konkurencja, zarówno w skali krajowej, jak i międzynarodowej, stawia przed spółkami coraz wyższe wymagania dotyczące ich efektywności, racjonalności podejmowanych działań, ale również ich transparentności, odporności na sytuacje kryzysowe itp. Ważną pomoc w sprostaniu tym wymaganiom może stanowić nadzór korporacyjny, ale jedynie wtedy, jeśli będzie dostosowany do istniejących uwarunkowań, jeśli będzie wspierał spółkę w osiąganiu jej celów. Ze względu na zmiany wspomnianych uwarunkowań zmieniać się musi również system nadzoru.

Zmianom w systemach nadzoru korporacyjnego towarzyszyły zmiany przedstawicielstwa pracowniczego w organach tego nadzoru. Przedstawicielstwo takie zaliczane jest do tzw. pośrednich form partycypacji pracowniczej. Pracownicy wybierają swoich przedstawicieli, którzy w ich imieniu uczestniczą w podejmowaniu decyzji razem z innymi członkami tych organów. Przedstawiciele pracowników spotykamy głównie w dualistycznym

---

\* Prof. dr hab., Katedra Zarządzania, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Aleja Grunwaldzka 238A, 80-266 Gdańsk, srudolf@wsb.gda.pl

<sup>1</sup> Badania pokazują, że inwestorzy chętniej kupują akcje spółek charakteryzujących się wysoką jakością nadzoru korporacyjnego [Jeżak, 2010, s. 12–14].

modelu nadzoru korporacyjnego, z radą nadzorczą i zarządem. Właśnie w radzie nadzorczej, ze względu na jej kontrolny i nadzorczy, a nie decyzyjny charakter, przedstawicielstwo załogi jest chętniej akceptowane przez pracodawców. Udział takiego przedstawicielstwa w radzie kształtuje się w większości krajów na poziomie 1/3, rzadziej 1/2 składu rady. Dysponują oni zwykle takimi samymi uprawnieniami co inni członkowie rady. Mają również takie same obowiązki. Przedstawiciele ci otrzymują zwykle takie same wynagrodzenia co inni członkowie rady. Na Zachodzie nazywani są najczęściej robotniczymi dyrektorami. Do wyjątków należą natomiast przedstawiciele załogi w zarządach spółek.

Znacznie rzadziej spotkać można przedstawicieli załogi w modelu monistycznym nadzoru, gdzie nie istnieje podział na organ nadzorczy-kontrolny i decyzyjny. Zarówno funkcje nadzorcze, jak i decyzyjne pełni tam rada dyrektorów. Ze względu na te ostatnie rzadko w jej składzie spotkać można przedstawicieli załogi. Menedżerowie są generalnie przeciwni takiemu ich udziałowi, ze względu właśnie na operacyjny charakter tego organu. W niektórych jednak krajach, jak to dalej zobaczymy, sytuacja ulega stopniowo zmianom, co owocuje obecnością przedstawicieli załogi w radach dyrektorów. Pojawiają się rozwiązania pośrednie między modelem monistycznym i dualistycznym, i dotyczą one nie tylko kwestii udziału pracowników w nadzorze.

Prowadzone badania wskazują na znaczną dynamikę zmian udziału pracowników w organach nadzoru [Conchon, 2012]. Celem opracowania jest identyfikacja procesów tego rodzaju zmian, z podziałem na zmiany o charakterze długookresowym, mające związek ze strategiami rozwoju poszczególnych krajów czy zmianami o charakterze ponadnarodowym, oraz na zmiany o charakterze doraźnym, wynikające z krajowych uwarunkowań politycznych bądź kryzysów gospodarczych.

## **1. Kontrowersje wokół przedstawicielstwa pracowniczego w nadzorze korporacyjnym**

Przedstawicielstwo pracownicze w organach nadzoru korporacyjnego, niezależnie od tego czy jest to model dualistyczny, czy monistyczny, budziło i nadal budzi wiele kontrowersji [Njoya, 2011, s. 274]. Tocząca się na ten temat dyskusja dotyczy zarówno jego aspektów politycznych, ideologicznych, jak i ekonomicznych. Ta forma partycypacji pracowniczej posiada zarówno gorących zwolenników, jak i zdecydowanych przeciwników. Jego zwolennicy wskazują na korzyści, jakie przedstawicielstwo takie przynosi zarówno firmie, jak i zatrudnionym w niej pracownikom. Podkreślają oni [Fauver, Fuerst, 2006, s. 673–701], że długoletni pracownicy to szczególnie rodzaj kapitału ludzkiego, ponoszącego ryzyko rezydualne

podobne do właścicieli, a tym samym zasługują na właściwą reprezentację na poziomie rady. Reprezentacja taka może przynosić również wiele korzyści pracownikom. Mogą oni bowiem aktywnie monitorować działania zarządu, chronić interesy pracownicze i stanowić kanał do przepływu informacji między załogą i kierownictwem [Roberts, Van den Steen, 2000].

Zwykle przedstawicielstwo załogi w organach nadzoru wspierają związki zawodowe, dostrzegając w takiej reprezentacji szanse na pozyskiwanie ważnych informacji oraz dodatkowych możliwości wywierania wpływu na działalność spółki. Rzadko spotkać można formalne powiązania między związkami zawodowymi i reprezentacją załogi w radach. W praktyce jednak, jako często jedyna zorganizowana siła w przedsiębiorstwie, mają istotny wpływ na wynik wyborów przedstawicieli załogi do rady, co sprawia, że olbrzymia większość członków rady to członkowie związków. Dochodzi więc do bliskiej między nimi współpracy, opartej na zdrowych podstawach. Związki zawodowe mogą wykorzystywać przedstawicieli załogi w radach dla realizacji celów, których nie mogą zrealizować w bieżącej działalności. Przedstawiciele pracowników natomiast chętnie korzystają z informacji, doświadczeń i zaplecza związkowego. Wszystko to prowadzi do umacniania ich pozycji w radzie.

Tradycyjnie przeciwnikami udziału przedstawicieli załogi w organach nadzoru są pracodawcy, którzy niechętnie dzielą się władzą z pracownikami. Wskazują przy tym na uzasadnione ich zdaniem powody. Zdarza się bowiem, że pracowniczy członkowie rady zamiast reprezentować interesy spółki reprezentują przede wszystkim interesy swoich wyborców. Protestują np. przeciwko redukcji zatrudnienia, chociaż jest to konieczne dla ratowania przedsiębiorstwa czy podnoszenia jego efektywności. Zdarza się również, że ujawniają wyniesione z posiedzeń rady poufne informacje, jeśli uznają, że jest to konieczne dla zapobiegania negatywnym następstwom dla pracowników. Przypadki takie należą jednak do rzadkości.

Zarzuca się im również słabsze przygotowanie do pracy w radzie w porównaniu z pozostałymi ich członkami. Rzadko reprezentują odpowiednią wiedzę z zakresu prawa czy ekonomii, niezbędną dla efektywnej pracy w radzie. Częstym argumentem podnoszonym przez przeciwników przedstawicieli załogi w radzie jest ich rzekomy wpływ na pogarszanie się wyników ekonomicznych przedsiębiorstwa, do czego mają prowadzić ich naciski na wzrost płac oraz obronę miejsc pracy. Wśród argumentów tych wymieniają opóźnianie procesu podejmowania decyzji oraz obniżanie jakości takich decyzji. Zdaniem przeciwników obecność pracowników w radzie prowadzi do wzrostu kosztów agencji, ze względu na narastanie konfliktu interesów między pracownikami i akcjonariuszami [Faleye i inni, 2006, s. 489–510].

Przedstawiony wyżej podział na zwolenników i przeciwników takiej partycypacji trudno uznać za obowiązujący. Część pracodawców popiera bowiem przedstawicielstwo załogi w radzie, natomiast niektóre związki zawodowe są takiej reprezentacji zdecydowanie przeciwnie. Niektórzy pracodawcy postrzegają pracowniczych członków rady jako ważne i wiarygodne źródło informacji o sytuacji w przedsiębiorstwie dla pozostałych członków rady. Wykorzystują ich doświadczenia i doskonałą znajomość zakładu zarówno w bieżącej działalności, jak i przy przygotowywaniu strategii rozwoju przedsiębiorstwa. Część związków postrzega natomiast reprezentację pracowniczą w radzie jako konkurencję. Obawiają się spadku swojej pozycji, będącego rezultatem bezpośrednich kontaktów pracodawcy z pracowniczymi członkami rady.

Pomimo prezentowanych wyżej kontrowersji przedstawicielstwo pracownicze w radach nadzorczych spotykamy we wszystkich praktycznie krajach starej UE. Zasady takiego przedstawicielstwa podlegają regulacjom ustawowym bądź układom zbiorowym. Większość regulacji prawnych dotyczących tej problematyki pochodzi z lat 70. XX w., wtedy bowiem dokonano istotnego poszerzenia partycypacji pracowniczej, w tym również przedstawicielstwa pracowniczego w radach nadzorczych<sup>2</sup>.

Prowadzone w ostatnich latach badania teoretyczne i empiryczne nie dawały jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o wpływ przedstawicielstwa załogi w radach na działalność spółki. Większość tych badań wskazuje jednak na wpływ pozytywny (często nieznacznie pozytywny) i szczególnie dotyczy to dużych spółek. W mniejszych spółkach opinie na ten temat były wyraźnie podzielone i nie brakowało wyników świadczących o wpływie negatywnym<sup>3</sup>.

Dodać można, że podobne kontrowersje dotyczą sztandarowej formy partycypacji pracowniczej, jaką stanowią rady zakładowe. Z przeglądu prowadzonych na ten temat badań, jakiego dokonała K. Skorupińska, wynika, że zarówno argumenty zwolenników, jak i przeciwników rad zakładowych znalazły potwierdzenie w prowadzonych na ten temat badaniach empirycznych. Chociaż obecność rad zakładowych raczej niekorzystnie wpływała na poziom zysków (nie zawsze wpływ ten był istotny statystycznie), to równocześnie w wielu przypadkach rosła wydajność pracy czy poziom innowacji. Badania potwierdziły generalnie wpływ rad

<sup>2</sup> Szersze informacje na temat przedstawicielstwa pracowników w organach nadzoru korporacyjnego znaleźć można w: [Rudolf, 2011, s. 358–386; Szymańska, Włodarczyk, 2012; O’Kelly, 1996].

<sup>3</sup> Analiza rezultatów 28 projektów badawczych dotyczących związków między udziałem przedstawicieli załogi w nadzorze korporacyjnym i wynikami ekonomicznymi spółek wykazała, że w 11 z nich stwierdzono korelację pozytywną, podczas gdy w 7 negatywną. W 10 projektach nie stwierdzono wyraźnej korelacji [Conchon, 2011, s. 16–17].

zakładowych na wzrost płac, nie potwierdziły natomiast ich negatywnego wpływu na poziom inwestycji [Skorupińska, 2009, s. 149–161].

## 2. Tendencje długookresowe

Jak stwierdzono wcześniej, model dualistyczny bardziej sprzyja obecności przedstawicieli załogi w organach nadzoru. Zauważyć można jednocześnie dużą stabilność takiego przedstawicielstwa w krajach wykorzystujących ten model. Przykładem mogą tu być Niemcy, gdzie przedstawicielstwo takie funkcjonuje od lat 50. XX wieku i gdzie od lat 70. nie nastąpiły w tym zakresie praktycznie żadne zmiany. W Niemczech występuje najszersze tego rodzaju przedstawicielstwo, bowiem większość pracowników jest tam zatrudnionych w spółkach z 50-procentowym udziałem przedstawicieli załogi (w tym związków zawodowych) w radach. Również w innych krajach o modelu dualistycznym bądź mieszanym<sup>4</sup> zasady takiego przedstawicielstwa nie uległy zmianom. W większości z nich przedstawicielstwo załogi stanowi 1/3 składu rady.

Zbliżoną stabilność wykazuje również przedstawicielstwo pracownicze w organach nadzoru w poszczególnych krajach skandynawskich, od czasu dokonywanej tam modyfikacji obowiązującego modelu nadzoru. Wiele wskazuje również, że najbliższe lata przyniosą upowszechnianie się przedstawicielstwa załogi w nadzorze w spółkach europejskich. W dalszych rozważaniach tendencje te zostaną przedstawione bardziej szczegółowo.

### 2.1. Przedstawicielstwo pracownicze w skandynawskim modelu nadzoru

Model nadzoru korporacyjnego w krajach skandynawskich różni się zarówno od anglo-amerykańskiego modelu monistycznego, jak również od kontynentalnego modelu dualistycznego. Można go usytuować między tymi modelami, stanowi bowiem ich kombinację. Należy dodać, że określenie „model skandynawski” nie oznacza, że identyczne elementy tego modelu spotkać można we wszystkich krajach skandynawskich. Określenie to dotyczy ogólnej struktury tego nadzoru, którą spotkać można w takich krajach, jak Szwecja, Norwegia oraz Dania. Wspólną cechą modelu skandynawskiego jest reprezentacja załogi w radzie. Funkcjonująca tam rada z jednej strony przypomina radę dyrektorów, bowiem jest odpowiedzialna za wszystkie sprawy związane z zarządzaniem firmą, w tym za jej strategię, organizację, finanse firmy, zarządzanie ryzykiem oraz wewnętrzną kontrolę. Podczas gdy bieżące zarządzanie jest powierzane dyrektorowi naczelnemu (CEO). Kraje te różnią się jednak wieloma szczegółowymi rozwiązaniami. W dalszych rozważaniach koncentrować się będziemy na udziale załogi w nadzorze korporacyjnym w Szwecji oraz Norwegii.

<sup>4</sup> W takich krajach, jak Francja czy Hiszpania funkcjonują równoległe modele dualistyczny i monistyczny, zaś spółki mogą dokonywać wyboru jednego z nich.

Szwecja to kraj o długiej tradycji społecznej demokracji. Należy jednocześnie do krajów o najwyższym poziomie członkostwa pracowników w związkach zawodowych<sup>5</sup>. Dziwić więc może, że przedstawiciele załogi znaleźli się w organach nadzoru korporacyjnego znacznie później niż w krajach kontynentalnej Europy, bo dopiero w połowie lat 70. XX w. Prawdopodobnie główną tego przyczyną był obowiązujący tam monistyczny model nadzoru. Przedstawicielstwo pracownicze w nadzorze wprowadzono ustawą z 1973 r., ale udział ten stał się powszechny dopiero w 1976 r. Przyjęte rozwiązanie spotkało się z ostrą krytyką tak ze strony sił prawicowych, jak i lewicowych. Zarówno prawicowi politycy, jak i organizacje pracodawców godziły się co najwyżej na dobrowolne zapraszanie przedstawicieli załogi na posiedzenia rady dyrektorów. Przeciwna takiemu rozwiązaniu była również lewica, która widziała w takim przedstawicielstwie kolaborację z systemem kapitalistycznym.

Zgodnie ze wspomnianą ustawą w firmach zatrudniających przynajmniej 25 pracowników załoga ma prawo (ale nie obowiązek) wyboru dwóch swoich przedstawicieli do rady dyrektorów. Ich liczba rośnie do trzech, w firmach zatrudniających ponad 1000 pracowników. Ustawa przewiduje również, że liczba przedstawicieli załogi nie może być większa niż liczba pozostałych członków rady. Nigdy więc przedstawiciele załogi nie mogą stanowić większości w radzie. Dodajmy, że szwedzka rada dyrektorów liczy najczęściej od 5 do 9 członków [Berglund i inni, 2013, s. 4]. Decyzje o delegowaniu przedstawicieli załogi do rady powierzono lokalnym związkom zawodowym i określa to odpowiedni zapis w układzie zbiorowym.

Przedstawiciele załogi w radzie posiadają te same prawa i obowiązki jak pozostali członkowie rady, ponoszą również taką samą odpowiedzialność za podejmowane w niej decyzje. Ich głosy w czasie głosowania liczą się tak samo jak członków rady wybranych przez akcjonariuszy. Różnice między nimi sprowadzają się głównie do sposobu ich wynagradzania. Aż 2/3 pracowniczych członków rady nie otrzymuje z tego tytułu żadnego wynagrodzenia. Tylko około 8% otrzymuje wynagrodzenie na poziomie pozostałych członków rady, pozostali zaś otrzymują jakąś rekompensatę za pracę w radzie [*Workers' participation...*, 2004, s. 118].

Opinie pracodawców na temat udziału przedstawicieli załogi w radach dyrektorów są w Szwecji podzielone [Lekvall, 2014]. Część firm popiera to rozwiązanie, wskazując wiele pozytywnych jego rezultatów, podczas gdy inne oceniają go krytycznie, przytaczając wiele negatywnych konsekwencji takiego udziału. Dodajmy, że jedynie w połowie szwedzkich firm

<sup>5</sup> Stopień zorganizowania pracowników w związkach zawodowych utrzymywał się tam przez dziesięciolecia na względnie stałym poziomie 80%. Dopiero po 2000 r. zaczął nieznacznie maleć [Visser, 2006, s. 44].



uprawnionych do delegowania przedstawicieli do rady znaleźć można taką reprezentację. Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy może być silna pozycja związków zawodowych, dla których dodatkowo przedstawicielstwo nie zawsze wydaje się konieczne.

Powyższe kontrowersje, a także zainteresowanie szwedzkim modelem nadzoru wśród autorów z krajów o monistycznym modelu nadzoru sprawiło, że stał się on przedmiotem licznych badań empirycznych [Levinson, 2001, s. 266–274; Berglund i inni, 2013]. W świetle tych badań przedstawicielstwo załogi w szwedzkim systemie nadzoru należy ocenić generalnie pozytywnie – jego obecność w radzie przynosi na ogół firmom korzyści, zarówno społeczne, jak i ekonomiczne. Menedżerowie postrzegają przedstawicieli załogi jako cenny zasób dla przedsiębiorstwa. W ich opinii pracownicy lepiej rozumieją decyzje podejmowane przez radę, ułatwia to również realizację trudnych decyzji. Jednocześnie opinie negatywne należały do rzadkości. Warto podkreślić elastyczność szwedzkiego systemu nadzoru. Decyzje dotyczące przedstawicielstwa pracowniczego pozostawiono samym pracownikom i ich związkowi zawodowemu. W świetle wspomnianych badań pracownicy są delegowani do rady głównie w tych firmach, gdzie mogą odegrać jakąś rolę, gdzie ich przygotowanie jest adekwatne do problemów, w zakresie których podejmują decyzje. Rzadko są obecni w firmach działających na międzynarodowych rynkach, gdzie znajdują się zagraniczni członkowie rady, gdzie podejmowane są ryzykowne decyzje<sup>6</sup>.

Inny rodzaj przedstawicielstwa pracowniczego w nadzorze korporacyjnym spotykamy w Norwegii [Ekern, 2015/2016]. Występuje tam monistyczny model nadzoru, ale wchodząca w jego skład rada różni się wyraźnie od typowej rady dyrektorów i różnica ta nie ogranicza się do obecności w niej przedstawicieli pracowników. Struktura nadzoru zależy w tym kraju od wielkości przedsiębiorstwa. W spółkach zatrudniających do 200 pracowników składa się ona z walnego zgromadzenia akcjonariuszy oraz rady; 2/3 członków rady wybierają akcjonariusze na walnym zgromadzeniu. Ze względu na zalecenia kodeksów dobrych praktyk większość z nich to tzw. członkowie niezależni, a więc rekrutujący się spoza przedsiębiorstwa. Pozostałych członków rady (1/3) wybierają spośród siebie pracownicy.

Bardziej złożona struktura nadzoru występuje w większych firmach, zatrudniających ponad 200 pracowników. W tym przypadku pojawia się dodatkowy organ nazywany zgromadzeniem korporacyjnym (*corporate assembly*); 2/3 jego członków wybierają akcjonariusze na walnym zgromadzeniu, zaś pozostałą 1/3 wybierają spośród siebie pracownicy. Zadaniem tego organu jest wspieranie rady w jej działalności. W tym przypadku

<sup>6</sup> Więcej informacji na ten temat znaleźć można w: [Rudolf, 2016, s. 302–320].

wyboru 2/3 członków rady dokonują członkowie zgromadzenia korporacyjnego ze strony akcjonariuszy. Przedstawiciele pracowników w zgromadzeniu korporacyjnym mogą zażądać wyboru 1/3 członków rady przez i spośród pracowników.

Nie do końca można się zgodzić z A.C. Ekern [2015/2016, s. 9–10], której zdaniem prezentowana wyżej struktura nadzoru przypomina model dualistyczny. Norweska rada pełni co prawda funkcje nadzorcze i kontrolne, ale jest również ważnym organem decyzyjnym. Zakres jej uprawnień określa walne zgromadzenie akcjonariuszy i jest on zwykle bardzo szeroki. Zdaniem tej autorki funkcję zarządu spółki pełni dyrektor naczelny (CEO). Wskazać można natomiast inne podobieństwa do modelu dwupoziomowego. Ta sama osoba nie może być jednocześnie dyrektorem naczelnym i przewodniczącym rady.

Warto podkreślić, że Norwegia była pierwszym krajem, w którym przyjęto w 2002 r. ustawę o równości płci w organach nadzoru. Udział w nich kobiet bądź mężczyzn nie może być niższy niż 40%. Od 2008 r. udział kobiet w organach nadzoru w spółkach publicznych kształtuje się właśnie na takim poziomie [Mallin, 2010, s. 140].

Reasumując tę część rozważań, można stwierdzić, że zmiany dotyczące udziału przedstawicielstwa załogi w organach nadzoru korporacyjnego w krajach skandynawskich mają charakter trwały. W Szwecji przedstawicielstwo takie funkcjonuje od ponad 40 lat i nic nie wskazuje na to, żeby jego zasady miały ulec zmianie. W Norwegii funkcjonuje ono w oparciu o ustawę o spółkach akcyjnych z 1997 r. Ze względu na słabszą pozycję norweskich związków zawodowych w porównaniu ze szwedzkimi decyzję dotyczącą takiego przedstawicielstwa podejmuje załoga przedsiębiorstwa bądź jej przedstawicielstwo. System norweski nie doczekał się jeszcze szczegółowych badań, ale wiele wskazuje na to, że może się okazać bardziej efektywny niż szwedzki.

## **2.2. Partycypacja pracownicza w spółce europejskiej**

Do stabilnych należy zaliczyć również przedstawicielstwo pracownicze w organach spółki europejskiej (SE). W ustawodawstwie dotyczącym tej spółki wiele miejsca poświęcono partycypacji pracowniczej. Regulacje dotyczące tej problematyki zawarte zostały w dyrektywie 2001/86 [dyrektywa, 2001], oraz rozporządzeniu Rady z dnia 8 października 2001 r., nr 2157/2001 w sprawie statutu SE. Tak szczegółowe przepisy dotyczące partycypacji mają swoje uzasadnienie, bowiem SE powstają z podmiotów zlokalizowanych w różnych krajach, gdzie obowiązują różne systemy partycypacji. Zgodnie ze wspomnianą dyrektywą zakres partycypacji pracowniczej w SE nie może być niższy niż w krajach, których podmioty tworzą spółkę. Przygotowane na jej podstawie ustawy krajowe mogą częściowo złagodzić

wymogi partycypacyjne<sup>7</sup>. Dyrektywa przewiduje jednak, że SE nie może uzyskać osobowości prawnej bez wymaganych form partycypacji<sup>8</sup>.

Opracowywanie zasad partycypacji w SE powinno przebiegać równoległe z procesem jej tworzenia. Punktem wyjścia jest tu ogłoszenie zamiaru powołania SE. Organ zarządzający spółki powinien podjąć w tej sprawie rokowania ze „specjalnym zespołem negocjacyjnym”, reprezentującym pracowników zatrudnionych w podmiotach tworzących SE. Rokowania takie powinny zakończyć się podpisaniem porozumienia, które powinno określać m.in. zakres partycypacji, zasady powoływania i funkcje organu przedstawicielskiego, sposób przekazywania informacji i prowadzenia konsultacji, zakres finansowania działalności tego organu itp. Specjalny zespół negocjacyjny może zaproponować inne rozwiązanie, rezygnując jednocześnie z powoływania organu przedstawicielskiego [Gładoch, 2008, s. 272–276]. Na podkreślenie zasługuje fakt, że sami interesariusze SE określają formę udziału przedstawicieli załogi w nadzorze, a więc może to być zarówno system dualistyczny, jak i monistyczny. Rozwiązanie to różni się od wcześniejszych tego rodzaju rozwiązań, gdzie ustawodawstwo danego kraju narzucało system udziału pracowników w organach nadzoru.

Procedury powoływania SE są bardzo złożone, stąd prawdopodobnie w wielu krajach należą one do rzadkości. Według danych ETUI w 2014 r. istniało 2125 spółek, ale tylko 289 z nich prowadziło działalność gospodarczą i zatrudniało ponad 5 pracowników (tzw. spółki normalne). Tylko w takich spółkach obowiązywały regulacje dotyczące reprezentacji pracowniczej w nadzorze. Pozostałe spółki to takie, które nie zatrudniały pracowników, spółki nieaktywne itp. W dalszych rozważaniach zajmować się będziemy spółkami normalnymi. Najwięcej utworzono ich w Niemczech (138), w Republice Czech (66), Francji (13), Holandii (13) i Austrii (10)<sup>9</sup>. W spółkach tych dominuje (81%) dualistyczny model nadzoru korporacyjnego [Giedrowicz-Niewińska, 2015, s. 6–7]. Ma to w dużej mierze związek z systemem nadzoru istniejącym w kraju, w którym SE została zarejestrowana, ale nie jest to, jak wspomniano, obligatoryjne. Warto zauważyć, że zarówno w Niemczech, jak i w Austrii, gdzie obowiązuje model dualistyczny, spora część SE wybrała model monistyczny. Świadczyć to może o poszukiwaniu alternatywy dla obowiązującego w tych krajach modelu.

<sup>7</sup> Przykładem może tu być polska ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o europejskim zgrupowaniu interesów gospodarczych i spółce europejskiej [ustawa, 2005]. Znajdujemy tam zastrzeżenie, że partycypacja nie ma na celu ubezwłasnowolnienia pracodawców.

<sup>8</sup> Znaczący wpływ na przyjęte w SE rozwiązania dotyczące przedstawicielstwa pracowniczego w nadzorze miało ustawodawstwo niemieckie [Wratny, 2002, s. 28–29].

<sup>9</sup> W Polsce jak dotychczas utworzono zaledwie dwie SE, ale żadna z nich nie należy do tzw. normalnych. W takich krajach, jak Bułgaria, Chorwacja, Grecja, Islandia, Rumunia i Słowacja nie powołano żadnej SE.

Spółka europejska staje się więc nowym rodzajem przedsiębiorstwa o bardzo elastycznym systemie przedstawicielstwa pracowniczego w organach nadzoru. Co prawda kilkunastoletni okres funkcjonowania regulacji dotyczących SE nie przyniósł dynamicznego ich rozwoju, ale ostatnie lata wskazują na znaczne przyspieszenie tego procesu. Warto podkreślić, że SE przyczynia się do upowszechniania przedstawicielstwa załogi w organach nadzoru również w krajach, gdzie przedstawicielstwo takie nie występuje. Jako przykład podać można Wielką Brytanię, której spółki tworzące SE np. ze spółkami niemieckimi i zarejestrowane w Niemczech przyjmują w większości obowiązujący w Niemczech model dualistyczny. Oznacza to, że przedstawiciele pracowników brytyjskich są reprezentowani w radach nadzorczych SE zarejestrowanych w Niemczech.

Ograniczone tempo tworzenia SE wynika niewątpliwie ze wspomnianej wcześniej złożonej procedury ich tworzenia. Wydaje się, że równie ważnym ograniczeniem są właśnie regulacje dotyczące przedstawicielstwa pracowników w organach nadzoru. Dotychczasowa praktyka pokazuje, że spółki wyraźnie unikają przedstawicielstwa pracowniczego, stąd jedynie 13% zarejestrowanych SE posiada przedstawicielstwo pracownicze w nadzorze. Ma to częściowo związek z kosztami, jakie ponosi pracodawca zarówno przy negocjowaniu porozumień, jak i funkcjonowaniu takiego przedstawicielstwa (koszty szkoleń, wynagrodzeń dla członków rady, przygotowywania informacji, tłumaczeń itp.). Wspomniane ograniczenia wskazują na potrzebę nowych regulacji, które powinny przyspieszyć tworzenie SE.

### **3. Zmiany o charakterze doraźnym**

Jeśli zmiany o charakterze długookresowym określić można generalnie jako pozytywne (kraje skandynawskie), bądź względnie pozytywne (SE) dla przedstawicielstwa pracowniczego w organach nadzoru, to zmiany o charakterze doraźnym jawią się dla niego jako mniej korzystnie czy wręcz niekorzystne. Ostatnie lata, lata kryzysu gospodarczego, rozpoczęły w wielu krajach dyskusję, a następnie również zmiany idące w kierunku ograniczenia bądź eliminacji takiego przedstawicielstwa. Dzieje się tak m.in. ze względu na dokonujące się zmiany uwarunkowań politycznych, które skutkują zmianami ustawodawstwa dotyczącego przedstawicielstwa załogi w nadzorze. Nie stanowi zaskoczenia fakt, że prawicowe partie polityczne są generalnie przeciwnie wprowadzaniu bądź rozszerzaniu uprawnień załogi w nadzorze. Partie lewicowe natomiast wspierają zwykle proces poszerzania uprawnień pracowniczych w nadzorze.

O niekorzystnej sytuacji dla pracowniczego udziału w nadzorze świadczyć może fakt, że z 18 krajów europejskich, w których funkcjonują kodeksy dobrych praktyk, aż w 8 z nich nie wspomina się nawet

o przedstawicielstwie załogi w nadzorze korporacyjnym [European..., 2011]. Co prawda oddziaływanie tych kodeksów jest ograniczone, bowiem są one efektywne głównie w stosunku do spółek giełdowych, ale brak w nich zaleceń dla przedstawicielstwa załogi w nadzorze odzwierciedla sytuację, jaka występuje w tych krajach. Oznacza jednocześnie, że w pozostałych spółkach sytuacja jest pod tym względem jeszcze mniej korzystna.

Podejmowane działania dla ograniczenia takiego przedstawicielstwa posiadają zróżnicowany charakter i polegają na zmianie ustawodawstwa dotyczącego udziału pracowników w nadzorze, bądź zmianie modelu nadzoru korporacyjnego, mniej korzystnego dla takiego udziału. Jednocześnie pojawiają się głosy optujące za rozszerzeniem istniejącego ustawodawstwa. Dyskusje na ten temat prowadzi SPD w Niemczech. Prowadzą ją również związki zawodowe w takich krajach, jak Norwegia, Luksemburg, Holandia i Francja.

W dalszych rozważaniach najpierw wskazano działania zmierzające do ograniczenia przedstawicielstwa pracowniczego w nadzorze, a następnie przedstawiono próby jego poszerzenia. Dodajmy, że tych pierwszych jest znacznie więcej i są bardziej skuteczne niż te drugie.

### **3.1. Próby ograniczenia przedstawicielstwa pracowniczego w radach spółek**

Prezentowane wcześniej kontrowersje na temat przedstawicielstwa pracowniczego w nadzorze zostały jeszcze wzmocnione przez trwający nadal kryzys ekonomiczny i finansowy, jaki się rozpoczął w 2008 r. i którego skutki nadal trwają. Kryzys ten umocnił generalnie przeciwników partycypacji pracowniczey w ogóle, w tym szczególnie w nadzorze korporacyjnym. W rezultacie przyczynił się w sposób pośredni do ograniczenia bądź eliminacji ustawodawstwa dotyczącego przedstawicielstwa pracowniczego w radzie. Tendencje takie mają m.in. związek z realizowanymi procesami prywatyzacji, które w wielu krajach nasiliły się pod wpływem kryzysu.

W niektórych krajach istniejące ustawodawstwo gwarantuje pracownikom przedstawicielstwo w nadzorze jedynie w spółkach państwowych. Oznacza to, że realizowane w wielu krajach procesy prywatyzacji pozbawiają pracowników tego prawa. Jako przykład podać można Irlandię, gdzie sprywatyzowano ostatnio kilka dużych firm państwowych. Podobny efekt wystąpił na Malcie. Prawdopodobnie ze względu na trudną sytuację ekonomiczną wymienionych krajów istniejące w nich związki zawodowe nie przeciwdziałały temu zbyt intensywnie. Do redukcji udziału przedstawicieli załogi w radach przyczyniają się również banki, które wymuszają na zadłużonych przedsiębiorstwach ograniczanie bądź likwidację takiego udziału, jak to ma np. miejsce w Hiszpanii [Kluge, Vitols, 2010].

Do ograniczenia bądź redukcji przedstawicielstwa pracowniczego w nadzorze prowadzić może również zmiana modelu nadzoru z dualistycznego na monistyczny. Tego rodzaju zmian dokonano w takich krajach, jak Węgry czy Słowenia. W pierwszym z tych krajów zmianę modelu nadzoru przeprowadzono w 2006 r. W ten sposób załoga reprezentowana w radach nadzorczych przez jej przedstawicieli (w systemie dualistycznym) została pozbawiona takiej reprezentacji. Partycypacja pracownicza odbywa się obecnie w znacznie węższym zakresie, na podstawie umowy zawieranej między radą dyrektorów i radą zakładową. W Słowenii zmiana modelu nadzoru dokonała się również w 2006 r. Przedstawiciele załogi wchodzi obecnie w skład rady dyrektorów, ale na znacznie gorszych warunkach. Jeśli poprzednio (w modelu dualistycznym) przedstawiciele załogi stanowili tam od 1/3 do 1/2 składu rady nadzorczej, to w modelu monistycznym ich udział w radzie dyrektorów zmniejszył się do 20–27%. Zmiana modelu nadzoru dokonała się również w Holandii, gdzie od 2012 r. przedsiębiorstwa mogą wybierać również model monistyczny. W tym jednak przypadku uprawnienia załogi nie uległy zmianie [Conchon, 2011, s. 24–25].

W takich krajach, jak Polska czy Czechy podejmowane były próby eliminacji bądź poważnego ograniczenia ustawodawstwa dotyczącego udziału przedstawicielstwa pracowniczego w radach. W styczniu 2010 r. Ministerstwo Skarbu Państwa przedstawiło „Projekt ustawy o zasadach wykonywania niektórych uprawnień Skarbu Państwa” [Projekt, 2010], w którym proponuje zmiany w kwestii udziału przedstawicieli załogi w radach nadzorczych prywatyzowanych przedsiębiorstwach. Jeśli do tej pory w pięcioosobowej radzie nadzorczej dwa miejsca przeznaczone były dla przedstawicieli załogi, to wspomniany projekt nie przewidywał w ogóle takiego przedstawicielstwa. Projekt ten spotkał się z krytyką związków zawodowych, zarówno NSZZ Solidarność, jak i OPZZ, i po dyskusji został odrzucony. Pewne próby ograniczenia takiego przedstawicielstwa podejmowane były również w Czechach [Conchon, 2011, s. 23].

### **3.2. Próby poszerzenia przedstawicielstwa pracowniczego w radach**

Równocześnie zgłaszane są propozycje poszerzenia czy umocnienia przedstawicielstwa pracowniczego w radach. Z propozycjami takimi występują głównie partie lewicowe oraz duża część związków zawodowych, znalazły się one m.in. w programie francuskiej Partii Socjalistycznej. Szerokie propozycje rozszerzenia na ten temat ustawodawstwa zgłaszała niemiecka SPD, wśród których wymienić można takie m.in., jak [Conchon, 2011, s. 25–26]:

- firmy zagraniczne działające na terenie Niemiec powinny podlegać takiemu samemu ustawodawstwu w zakresie udziału pracowników w nadzorze co firmy niemieckie,

- powinna zostać ustalona lista kluczowych decyzji w firmie, które wymagają zgody rady nadzorczej,
- powinny zostać obniżone progi zatrudnienia obowiązujące dla poszczególnych rodzajów przedstawicielstwa. I tak obowiązujący obecnie próg zatrudnienia 2000 pracowników, po przekroczeniu którego przedstawicielstwo pracownicze wynosi 50% składu rady, powinien być obniżony do 1000 pracowników. Zaś próg 500 pracowników, od którego pracownicy wybierają 1/3 składu rady, powinien być obniżony do 250 pracowników.

Dodać można, że propozycje te poparły związki zawodowe. Stanowiły one przedmiot dyskusji, ale nie doczekały się realizacji.

Inne przyczyny spowodowały dyskusję na temat przedstawicielstwa pracowniczego w Wielkiej Brytanii. W kraju tym, będącym tradycyjnie największym przeciwnikiem instytucjonalnego przedstawicielstwa pracowników w nadzorze<sup>10</sup>, nieoczekiwanie rośnie udział przedstawicieli załogi w komitetach wynagrodzeń powoływanych przez rady dyrektorów. W raporcie z 2010 r. przygotowanym przez Sekretarza Stanu ds. Biznesu czytamy, że „zapraszanie niezależnych członków bądź przedstawicieli załogi do komitetów wynagrodzeń może okazać się pomocne, a także ujawnić nowe wyzwania i dostarczyć świeżego spojrzenia na problemy wynagrodzeń, ale niesie również potencjalne ryzyko i praktyczne konsekwencje takich działań” [BIS, 2011, s. 7, cyt. za: Conchon, 2011, s. 50]. Dodajmy, że angielskie związki zawodowe TUC postulują, aby pracownicy byli reprezentowani w komitetach wynagrodzeń za pośrednictwem związków.

Warto zwrócić uwagę na stanowisko związków zawodowych w poszczególnych krajach w kwestii pracowniczej partycypacji w nadzorze. W takich krajach, jak Irlandia czy Malta związki, jak wspominaliśmy, nie protestowały przeciwko ograniczaniu przedstawicielstwa pracowników w nadzorze i miało to związek z sytuacją ekonomiczną tych krajów. Większą aktywność związki wykazywały w takich krajach, jak Norwegia, Luksemburg, Francja, Niemcy oraz Holandia. Wysuwały one postulaty dotyczące pewnych korekt istniejącego ustawodawstwa w kierunku jego zwiększenia, polegających czy to na obniżaniu istniejących progów wielkości przedsiębiorstwa, od których obowiązuje przedstawicielstwo pracownicze (Norwegia, Luksemburg), czy poszerzaniu takiego przedstawicielstwa (Holandia). Postulowały one również poszerzenie istniejącego ustawodawstwa na

<sup>10</sup> Warto przypomnieć, że w przeszłości podejmowano tam próby włączania przedstawicieli załogi w skład organów nadzoru. Miało to miejsce w latach 70. XX w., kiedy to w składzie rad dyrektorów dużych spółek z większościowym kapitałem państwowym można było spotkać przedstawicieli pracowników (związków zawodowych). Rozwiązanie to nie zdało jednak egzaminu i po kilku (czasem kilkunastu) latach przestało istnieć.

spółki publiczne, jeśli podlegają mu jedynie firmy państwowe [Conchon, 2011, s. 26–28].

## Zakończenie

Jak z powyższego wynika, szczególnie od początku kryzysu finansowego z 2008 r. zaobserwować można w wielu krajach silną presję na ograniczanie udziału pracowników w nadzorze, bądź na jego eliminację. Na poziomie krajowym dwa czynniki mają decydujący wpływ na udział pracowników w nadzorze: uwarunkowania polityczne (partie prawicowe bądź lewicowe) oraz w pewnym zakresie sytuacja ekonomiczna. Chociaż przedmiotem toczącej się w wielu krajach dyskusji jest zarówno poszerzenie przedstawicielstwa pracowniczego w nadzorze, jak i jego ograniczenie czy eliminacja, to realizowane zmiany idą głównie w tym drugim kierunku. Wymienić tu można przyspieszone procesy prywatyzacji, eliminujące pracowników z nadzoru, czego przykładem może być Grecja. W tym samym kierunku idą również zmiany modelu nadzoru korporacyjnego z dualistycznego na monistyczny, połączone z redukcją przedstawicielstwa pracowniczego w radach dyrektorów w stosunku do rad nadzorczych.

Parlament Europejski zareagował na tego rodzaju procesy rezolucją z 2009 r. skierowaną do Komisji Europejskiej dla podjęcia stosownych działań mających na celu łagodzenie tego rodzaju tendencji. Komisja została zobowiązana do przeprowadzenia konsultacji z partnerami społecznymi w poszczególnych krajach dla przeciwdziałania tego rodzaju trendom. Została zobowiązana również do oceny SE pod kątem udziału w nich przedstawicielstwa załogi w nadzorze i ewentualnego kierowania spraw do Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości. Unia Europejska podejmowała również wiele innych tego rodzaju działań, ale zwykle z miernym skutkiem [Conchon, 2011, s. 31–49]. Ograniczanie udziału pracowników w organach nadzoru może mieć związek z faktem, że udział ten nie znalazł się w Karcie Praw Podstawowych UE, podczas gdy znajdują się w niej prawa pracowników do informacji i konsultacji.

Na podkreślenie zasługuje fakt, że zdania związków zawodowych w kwestii udziału pracowników w nadzorze są podzielone. W krajach bez takiego udziału (z wyjątkiem Wielkiej Brytanii) nie zabiegają one o taką reprezentację. Część z nich myśli raczej (np. włoskie związki zawodowe) o poszerzeniu partycypacji finansowej. Inne natomiast (np. związki bułgarskie) są usatysfakcjonowane zasadami informacji i konsultacji, których wcześniej tam nie było. W tej sytuacji ograniczone możliwości działania posiada Europejska Konfederacja Związków Zawodowych, która jest gorącym rzecznikiem udziału załogi w nadzorze.



## Literatura

- Berglund T., Holmen M., Rana R. (2013), *Causes and Consequences of Employee Representation on Corporate Boards*, paper presented at the conference, „Twenty Years after Cadbury, Ten Years after Sarbanes-Oxley: Challenges of Corporate Governance”, University of Bath.
- Conchon A. (2011), *Board-level employee representation rights in Europe. Facts and Trends*, European Trade Union Institute, Report 121, Brussels.
- Conchon A. (2012), *Are employee participation right under pressure? Trends at national and EU level*, „European Economic, Employment and Social Policy”, No. 7.
- Dyrektorywa Rady z 8 października 2001 r. uzupełniająca Statut Spółki Europejskiej w odniesieniu do uczestnictwa pracowników (2001/86/WE).
- Ekern A.C. (2015/2016), *Corporate Governance system in Norway*, „Corporate Governance”, Winter.
- European (2011), *Corporate Governance Institute's index of codes*, [www.ecgi.org/codes/all\\_codes.php](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php).
- Faleye O., Mehrotra V., Morck R. (2006), *When Labor has a Voice in Corporate Governance*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 41, No. 3.
- Fauver L., Fuerst M.E. (2006), *Does Good Corporate Governance Include Employee Representation? Evidence form German Corporate Boards*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 82.
- Giedrowicz-Nowińska A., (2015), *Udział pracowników w nadzorze korporacyjnym w spółce europejskiej*, Institute of Economic Research, Working Paper No. 33.
- Kluge N., Vitols S. (2010), *The crisis: catalyst for stronger worker participation in corporate governance*, <http://www.worker-participation.eu/About-WP/Publications/SEEurope-report>.
- Lekvall P. (2014), *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Forlag, Stockholm.
- Levinson K. (2001), *Employee representatives on company boards in Sweden*, „Industrial Relations Journal”, Vol. 32, No. 3.
- Mallin C.A. (2010), *The Nordic Corporate Governance Model*, Oxford University Press, Oxford.
- Njoya W. (2011), *Employee Ownership in the European Company: Reflexive Law, Rein-corporation and Escaping Co-determination*, „Journal of Corporate Law Study”, Vol. 12, No. 2.
- O'Kelly K.P. (1996), *Summary Report and Summing up*, w: K.P. O'Kelly (ed.), *The Role of Worker Directors in the European Union*, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Dublin.
- Projekt ustawy o zasadach wykonywania niektórych uprawnień Skarbu Państwa (2010), [http://bip.msp.gov.pl/porta/bip/115/3516/Projekt\\_ustawy\\_o\\_zasadach\\_wykonywania\\_niektorych\\_uprawnien\\_Skarbu\\_Panstwa.html](http://bip.msp.gov.pl/porta/bip/115/3516/Projekt_ustawy_o_zasadach_wykonywania_niektorych_uprawnien_Skarbu_Panstwa.html).
- Roberts J., Van den Steen E. (2000), *Human Capital and Corporate Governance*, w: J. Schwalbach (ed.), *Corporate Governance: A Volume in Honor of Horst Albach*, Springer Velag, Berlin.
- Rudolf S. (2011), *Udział przedstawicieli załogi w organach spółki*, w: D. Dobija, I. Kołodkiewicz (red.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa.

- Rudolf S. (2016), *Przedstawicielstwo załogi w organach nadzoru w Niemczech i Szwecji. Przegląd doświadczeń*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, tom CI.
- Workers' participation at board level in the EU-15 countries* (2004), Reports on the national systems and practices, Hans Bockler Foundation/European Trade Union Institute, Brussels.
- Skorupińska K. (2009), *Rola rad zakładowych w krajowych i transnarodowych przedsiębiorstwach europejskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Szymańska A., Włodarczyk P. (2012), *Przedstawicielstwo pracownicze w radzie spółki w krajach członkowskich Unii Europejskiej*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. LXXXVI.
- Visser J. (2006), *Union Membership statistics in 24 countries*, „Monthly Labor Review”, Vol. 129, No. 1.
- Wrątny J. (2002), *Partycypacja pracownicza. Studium zagadnienia w warunkach transformacji gospodarczej*, Instytut Pracy i Spraw Socjalnych, Warszawa.

## Streszczenie

Przedstawicielstwo pracownicze w organach nadzoru korporacyjnego posiada w krajach europejskich ugruntowaną pozycję. Znacznie częściej i w znacznie szerszym zakresie występuje w modelu dualistycznym nadzoru z radą nadzorczą i zarządem spółki, niż w modelu monistycznym z radą dyrektorów. Silna pozycja nie oznacza, że przedstawicielstwo takie nie ulega w poszczególnych krajach zmianom. Wskazać można zarówno zmiany o charakterze długookresowym, funkcjonujące od kilkunastu czy kilkudziesięciu lat, jak i zmiany doraźne, mające miejsce współcześnie. Te ostatnie stanowią rezultat uwarunkowań politycznych oraz sytuacji ekonomicznej w poszczególnych krajach. Na oba te czynniki wpłynął w znaczący sposób kryzys finansowy z 2008 r. Kryzys ten umocnił bowiem partie prawicowe, które są zwykle przeciwne takiej partycypacji. Przyniósł również pogorszenie sytuacji ekonomicznej w wielu krajach, co prowadzić może do redukcji zakresu pracowniczej partycypacji w ogóle, zaś udziału pracowników w nadzorze w szczególności.

W opracowaniu pokazano zarówno zmiany przedstawicielstwa załogi w nadzorze o charakterze długookresowym (kraje skandynawskie, spółki europejskie), jak i zmiany o charakterze doraźnym (prywatyzacja, zmiana modelu nadzoru korporacyjnego itp.).

## Słowa kluczowe

nadzór korporacyjny, przedstawicielstwo pracownicze, modele nadzoru

## Employee Representation in Corporate Governance – New Trends (Summary)

Employee representation in the bodies of corporate governance has already reached a well-established position in European countries. It can be observed in a dualistic model of corporate governance, with a supervisory board and a management board, quite more often, and in an extended scope, than in a monistic model with a board of directors. Such a position, however, does not mean that employee

representation does not undergo any transformation in the particular countries. It is possible to indicate some long-term changes which have been taking place for a dozen years or even for several decades, as well as some short-term, current changes. The latter changes come as a result of political conditions and economic situation in the particular countries. Both these factors were considerably affected by the financial crisis of 2008. The crisis has reinforced the right-wing parties which usually oppose employee participation. The crisis has also contributed to the worsening of the economic situation in numerous countries, which may still result in a decrease in the scope of employee participation in general, and employee representation in corporate governance in particular.

The article presents some long-term changes in employee representation in corporate governance (Scandinavian countries, European corporations), as well as current changes (privatization, a change in the corporate governance model, etc.).

**Keywords**

corporate governance, employee representation, corporate governance models



**Adam Samborski\***

## **Problem przedstawicielstwa w otwartych funduszach emerytalnych. Rola depozytariusza**

### **Wstęp**

Fundusze emerytalne to sieć porozumień kontraktowych, a niekompletność tych kontraktów jest cechą nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych [Besley, Prat, 2003, s. 8]. W warunkach gospodarki polskiej ustawodawca nadaje osobowość prawną otwartemu funduszowi emerytalnemu, czyniąc jego organem powszechne towarzystwo emerytalne zorganizowane w formie spółki akcyjnej. Rodzi się więc pytanie, kto reprezentuje interes członka otwartego funduszu emerytalnego w warunkach braku w ich strukturze organizacyjnej właściwego organu. Ciężar nadzoru spoczywa na podmiotach zewnętrznych. Celem opracowania jest określenie miejsca i roli depozytariusza w nadzorze korporacyjnym otwartych funduszy emerytalnych.

Metodą badawczą wykorzystaną w opracowaniu jest metoda badania dokumentów [Apanowicz, 2002, s. 68–69]. W pracy przyjęto stan prawny na dzień 27.08.2017 r. Artykuł ukończono 25.09.2017 r.

### **1. Charakter relacji agencyjnej w funduszach emerytalnych**

M.C. Jensen i W.H. Meckling scharakteryzowali organizację jako fikcję prawną, która służy za ogniwo dla stanowienia relacji kontraktowych pomiędzy jednostkami. Przez fikcję prawną rozumieją sztuczny konstrukt prawny, który pozwala niektóre organizacje traktować jak podmioty indywidualne (osoby fizyczne) [Jensen, Meckling, 1976, s. 310]. Nawiązują więc do teorii fikcji, która powstała w średniowieczu, a rozwinięta została przez Savigny'ego, będącego twórcą niemieckiej szkoły historycznej. Wychodzi ona z założenia, iż „realnym podmiotem prawa może być tylko człowiek. Osoby prawne zatem, jako twór sztuczny, są dopuszczone do obrotu na mocy fikcji” [Wolter i inni, 2001, s. 202]. Osadzając rozważania w tej perspektywie, zdaniem S.P. Shapiro, relacje agencyjne są kontraktami, bodźcami, urządzeniami monitorującymi, więziami oraz innymi formami społecznej kontroli, podejmowanymi w celu minimalizowania kosztów agencji, konstytuującymi elementy kontraktu [Shapiro, 2005, s. 266]. Przez relację

---

\* Prof. UEK dr hab., Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, adam.samborski@ue.katowice.pl

agencyjną Jensen i Meckling rozumieją więc kontrakt, w ramach którego jedna lub więcej stron (pryncypał) angażuje inną stronę (agenta) w celu wykonania za nią jakiejś usługi [Jensen, Meckling, 1976, s. 308]. Upraszczając, w relacji agencyjnej pryncypał powierza agentowi dokonanie określonej czynności prawnej lub grupy czynności prawnych [Samborski, 2016, s. 330]. Wiąże się to oczywiście z koniecznością przekazania agentowi części uprawnień decyzyjnych. Pojawia się tu jednak problem. Założyć bowiem należy, że obie strony relacji dążyć będą do maksymalizacji użyteczności. W tej sytuacji agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała. W celu ograniczenia rozbieżności interesów pryncypał będzie tworzył zatem systemy bodźców oraz ponosił koszty monitorowania mające na celu ograniczenie nieprawidłowych działań agenta. Ponadto w niektórych sytuacjach pryncypał będzie zmuszony do ponoszenia dodatkowych kosztów (kosztów powiązania) będących gwarancją powstrzymania się agenta od pewnych czynności szkodzących pryncypałowi, bądź też zapewnienia, że pryncypał otrzyma rekompensatę, jeżeli takie działania zostaną podjęte [Jensen, Meckling, 1976, s. 308]. Z relacją agencyjną związane są więc określone problemy. Problemy te to niepewność, konflikt celu oraz niemożność napisania kontraktu, który w pełni określi zachowanie agenta w każdej sytuacji [Hess, Impavido, 2004, s. 51]. Ostatni z wymienionych problemów dotyczy sytuacji, w której kontrakty nie są w stanie w sposób wystarczający chronić interesów pryncypała [Dias, 2006, s. 23]. Mówimy wówczas o kontraktach niekompletnych.

W przypadku niepewności zidentyfikować można dwie dalsze kategorie problemów. Pierwszy związany jest z występowaniem problemu ryzyka nadużyć. Problem ten polega na tym, że agent w wykonywanie obowiązków nie wkłada wystarczającego wysiłku (bumelanctwo) lub też podejmuje działania, które przynoszą korzyści wyłącznie jemu/jej kosztem pryncypała (oportunizm). Problemy te wynikają z braku monitorowania lub nieskutecznych zachęt. W przypadku drugiej kategorii problemów trzeba zwrócić uwagę na występowanie problemu selekcji negatywnej. Problem ten pojawia się wtedy, gdy agentowi brak kompetencji do wykonywania powierzonych obowiązków. Wynika to z nieudolności agenta lub nieumiejętności pryncypała w weryfikowaniu kompetencji agenta [Hess, Impavido, 2004, s. 51].

Problem konfliktu celu pojawia się wówczas, gdy pryncypał i agent mają różne priorytety. W takiej sytuacji bieżący monitoring działań agenta jest trudny, a czasem kosztowny. Problem związany jest z tym, iż pryncypał nie może zweryfikować, czy działania agenta są właściwe [Eisenhardt, 1989, s. 58]. Źródłem konfliktu mogą być: kierowanie się własną korzyścią przez agenta, różne postawy wobec ryzyka [Hess, Impavido, 2004, s. 51–52].

Pryncypał i agent mogą więc mieć rozbieżne interesy i inne preferencje co do ryzyka [Willis Towers Watson, 2017, s. 31; Samborski, 2016, s. 331].

Teoria agencji podejmuje problemy wynikające z trudności w motywowaniu „agenta” do działania w imieniu „pryncypała”. Problemy wynikające z relacji agencyjnej są pochodną występowania asymetrii informacji. Przewaga agenta w dostępie do informacji sprawia, iż pryncypałowi trudno jest monitorować czynności agenta czy też dokonywać ocen motywacji jego działania [Willis Towers Watson, 2017, s. 31]. Innymi słowy, w teorii agencji szuka się rozwiązania problemów wynikających z trudności i kosztów związanych z bieżącym weryfikowaniem przez pryncypała wszystkich poczynań agenta oraz z rozbieżnych celów [Samborski, 2016, s. 331].

W teorii agencji dużo uwagi poświęca się problematyce kosztów wynikających z relacji agencyjnej (koszty agencyjne). Z powyższych rozważań wynika, iż kosztami agencji są koszty, które są pochodną różnicy w pojmowaniu interesu przez pryncypała i agenta. Takie koszty powstają, ponieważ kontrakt, który reguluje relacje między pryncypałem a agentem, nie ma charakteru bezkosztowego [Dias, 2006, s. 23]. Źródłem kosztów agencji upatrywać także należy w niepewności czy niekompletności kontraktów. Na gruncie teorii agencji wypracowano wiele mechanizmów nadzoru korporacyjnego mających na celu ograniczenie kosztów agencji. Celem mechanizmów nadzoru korporacyjnego jest więc równoważenie interesów pryncypała i agenta. Mechanizmy te podzielić można na dwie kategorie: wewnętrzne i zewnętrzne. Mechanizmy wewnętrzne obejmują m.in. radę nadzorczą, a dokładniej jej skład, zewnętrzne natomiast np. rynek kontroli [Weir i inni, 2002, s. 579].

W praktyce występowanie kosztów agencji jest sytuacją nagminną. W efekcie każdy podmiot boryka się z problemami wynikającymi z relacji agencyjnej. Dotyczy to także funduszy emerytalnych.

Jak zauważają T. Besley i A. Prat, fundusze emerytalne to sieć nakładających się na siebie porozumień kontraktowych, które określają obowiązki stron, tj. wszystkich kluczowych graczy. W ramach tych porozumień nie można jednak przewidzieć wszystkich zachowań stron. Ze względu na problem z dostępem do informacji nie można ich też w pełni zweryfikować. W takich warunkach zachęty wypracowane w ramach jednej struktury governance nie mogą być w pełni powielone przez drugą strukturę governance poprzez właściwy wybór kontraktów. Przyjąć więc trzeba za ww. autorami, iż niekompletność kontraktów jest kluczową cechą nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych i wiąże się z koniecznością dopasowania struktury governance do bodźców odpowiednich dla stron i charakteru kontraktów wykorzystywanych w funduszu emerytalnym [Besley, Prat, 2003, s. 8].

W funduszach emerytalnych występują dwa rodzaje relacji agencyjnych. Dotyczą one relacji wewnątrz funduszu (relacje wewnętrzne) oraz relacji funduszu z podmiotami zewnętrznymi (relacje zewnętrzne). Konstrukcja funduszu emerytalnego warunkuje rodzaj podmiotów wchodzących w relacje agencyjne [Bank for International Settlements, 2003, s. 18]. Nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych wymaga zarządzania wieloma konfliktami interesów [Sy, 2008, s. 35]. I tak na przykład na rozwiniętych rynkach finansowych uczestnicy planów emerytalnych o zdefiniowanej składce uwikłani są co najmniej w sześć relacji pryncypał – agent. Są to:

- relacje między uczestnikiem, który jest beneficjentem, a sponsorem planu (dotyczy opcji wyborów inwestycyjnych);
- relacje pomiędzy sponsorem a konsultantem inwestycyjnym;
- relacje pomiędzy konsultantem a firmą zarządzającą aktywami;
- relacje między sponsorem a menedżerem zarządzającym aktywami, którego produkt jest częścią wybranej opcji inwestycyjnej;
- relacje między menedżerem zarządzającym aktywami a menedżerem zarządzającym portfelem, który podejmuje rzeczywiste decyzje inwestycyjne;
- relacje pomiędzy podmiotem indywidualnym dokonującym inwestycji a emitentem instrumentu finansowego, który został zakupiony [Bank for International Settlements, 2003, s. 18].

Na rynkach finansowych występuje więc wielu agentów, których usytuować można zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz funduszy emerytalnych. Jednocześnie nie zawsze jest oczywiste, kto jest pryncypałem – np. sponsor planu, powiernik, beneficjent planu, emeryt – a kto agentem. Każdy z wymienionych ma prawo, by uznano go za pryncypała [Clark, 2004, s. 234].

W tym momencie zadać można sobie pytanie o cel nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych. Z powyższych rozważań wynika, iż nadzór korporacyjny ukierunkowany jest na ograniczanie kosztów agencji, czyli ma zapewnić łagodzenie konfliktów między pryncypałem a agentem. Podejmuje więc problematykę konkretnych działań ukierunkowanych finansowo. Przyjąć więc można, iż celem nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych jest poprawa wyników inwestycyjnych, racjonalizacja kosztów ich funkcjonowania, a tym samym pomnażanie bogactwa ich beneficjentów – szeroko rozumianych [Ambachtsheer, 2007, s. 299]. W efekcie zapewnienie, że fundusze emerytalne są właściwie prowadzone stało się przedmiotem wielkiej troski organów nadzoru finansowego. Coraz więcej uwagi przywiązuje się do mechanizmów nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych [Ashcroft i inni, 2011, s. 13]. Determinantą i motywacją kształtowania tych mechanizmów staje się poprawa wyników



finansowych funduszy. Wobec powyższego warto zastanowić się, na jakie obszary funkcjonowania funduszy emerytalnych powinny być ukierunkowane mechanizmy nadzoru korporacyjnego. Wydaje się, iż kluczowe dla zapewnienia efektywności w działaniu funduszy emerytalnych jest pięć kwestii. Wymienić tu można umowy emerytalne (kwestie ryzyka, akceptacji ryzyka), delegowanie zarządzania funduszem, opcje inwestycyjne, strukturę organizacyjną funduszu, instytucjonalną samoocenę [Ambachtsheer, 2007, s. 299–300].

## **2. Otwarte fundusze emerytalne**

Szczegółowe rozwiązania dotyczące różnych aspektów funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych reguluje ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [ustawa, 1997]. Rozwiązania te zostaną omówione w następującej kolejności: organizacja funduszu, zarządzanie funduszem, przystąpienie do funduszu, opcje inwestycyjne, nadzór nad działalnością.

Ustawodawca w przepisach ogólnych ustawy nadaje otwartemu funduszowi emerytalnemu osobowość prawną (art. 2 ust. 1). Określa też dokładnie przedmiot jego działalności, który polega na gromadzeniu i lokowaniu środków pieniężnych. Celem tak określonej działalności jest zabezpieczenie środków pieniężnych na wypłatę członkom funduszu emerytur po spełnieniu przez nich ustawowych kryteriów (art. 2 ust. 2).

Przepisem, który ma kolosalne znaczenia dla kształtowania stosunków w funduszu, jest art. 3 omawianej ustawy. Stanowi on, iż organem funduszu jest towarzystwo emerytalne zorganizowane w formie spółki akcyjnej. Towarzystwo to tworzy fundusz, zarządza nim i reprezentuje go (art. 3, art. 27 ust. 1). Przyjąć więc można, iż pryncypałem w funduszu emerytalnym jest jego członek, a agentem towarzystwo emerytalne. Ta właśnie perspektywa determinować będzie dalsze rozważania, a przyjęte rozwiązania zostaną ocenione poprzez pryzmat teorii agencji.

Ustawodawca nadaje szczególną rolę towarzystwu emerytalnemu w kształtowaniu stosunków wewnętrznych i zewnętrznych w funduszu emerytalnym. Towarzystwo nadaje statut funduszowi, zawiera umowę o przechowywanie aktywów funduszu z depozytariuszem, występuje o zezwolenie na utworzenie funduszu oraz wpisuje fundusz do rejestru funduszy (art. 12).

Kluczowe znaczenie dla funkcjonowania funduszu ma jego statut. Uchwalany jest on przez walne zgromadzenie towarzystwa. Ustawodawca w art. 13 ust. 2 wymienia, co statut funduszu powinien określać. Na szczególną uwagę zasługują tutaj pkt 4, 6 oraz 6a. Dotyczą bowiem odpowiednio sposobu reprezentowania funduszu przez towarzystwo, rodzaju,

wysokości, kalkulacji, pokrywania kosztów obciążających fundusz oraz wysokości opłat. Wynika stąd, iż to towarzystwo w sposób jednostronny określa kluczowe dla członka funduszu kwestie.

Sam ustawodawca dostrzega, iż interes członka funduszu może być zagrożony. W art. 13 ust. 5 zaznacza, iż w drodze rozporządzenia Prezes Rady Ministrów może określić, co jeszcze powinno być zamieszczone w statucie funduszu.

Ustawodawca ustanawia organ nadzoru, którym jest Komisja Nadzoru Finansowego. Komisja wydaje zezwolenie na utworzenie funduszu, które jest równoznaczne z zatwierdzeniem jego statutu (art. 15 ust. 1). Ponadto, aby dokonać zmiany statutu funduszu, potrzebna jest zgoda organu nadzoru (art. 22 ust. 1).

Przedmiotem przedsiębiorstwa towarzystwa jest wyłącznie tworzenie i zarządzanie funduszami oraz ich reprezentowanie wobec osób trzecich (art. 29 ust. 1). Zarząd funduszem emerytalnym ma charakter odpłatny, a do zarządzania aktywami otwartego funduszu towarzystwo jest zobowiązane do zatrudnienia przynajmniej jednego doradcę inwestycyjnego (art. 29 ust. 3, art. 29 ust. 5). Władzami towarzystwa, tak jak w każdej spółce akcyjnej, są: zarząd, rada nadzorcza, walne zgromadzenie (art. 39 ust. 1). Towarzystwo również może mieć komisję rewizyjną. W zarządzie nie może zasiadać mniej niż trzy osoby (art. 39 ust. 1a, art. 39 ust. 2). Członków zarządu towarzystwa powołuje i odwołuje walne zgromadzenie (o ile statut nie stanowi inaczej) (art. 40 ust. 1). Zapis ten zamiast redukować potencjalne napięcia między członkiem funduszu a organem zarządzającym potęguje je. Takie rozwiązanie bowiem powoduje całkowite uzależnienie członków zarządu od woli większościowego udziałowca powszechnego towarzystwa emerytalnego, a koncentracja własności w powszechnych towarzystwach emerytalnych jest niezwykle wysoka. Ogranicza ponadto kompetencje rady nadzorczej, która w spółkach akcyjnych jest bardzo ważnym mechanizmem nadzoru korporacyjnego. Rozwiązania prawne powinny iść raczej w kierunku uniezależnienia rady nadzorczej od większościowego akcjonariusza towarzystwa emerytalnego i większej roli rady nadzorczej w decydowaniu o obsadzie członków zarządu towarzystwa emerytalnego.

Ustawodawca nie pozostawia jednak całkowitej swobody walnemu zgromadzeniu towarzystwa w powoływaniu członków zarządu. W art. 41 ust. 1 ustawodawca określa kryteria, które musi spełniać członek zarządu towarzystwa. Dotyczą one przeciwwskazań natury prawnej, wykształcenia i stażu pracy. Wymienione kryteria muszą być spełnione łącznie, a członek zarządu powinien dawać rękojmię należytego wykonywania powierzonych funkcji. W art. 44 ust.1 ustawodawca określa również wymogi, które

musi spełniać członek rady nadzorczej towarzystwa. Kryteria te dotyczą przeciwwskazań natury prawnej oraz rękojmi należytego wykonywania powierzonej funkcji członka rady nadzorczej.

Ustawodawca w art. 47 określa, kto nie może, będąc pracownikiem towarzystwa, podejmować decyzji o sposobie lokowania aktywów funduszu. Wymienia tu m.in. osoby będące członkiem organu zarządzającego, czy też organu nadzorującego.

Towarzystwo za wszelkie szkody wynikające z niewykonania lub nie-należytego wykonania swych obowiązków odpowiada wobec członków funduszu. Zakres wspomnianych obowiązków związany jest z zarządzaniem funduszem i jego reprezentacją (art. 48 ust. 1). Towarzystwo nie może wyłączyć odpowiedzialności wobec członków funduszu, powierzając niektóre obowiązki osobie trzeciej (art. 48a).

Szczególną rolę ustawodawca przypisuje organowi nadzoru. Zezwolenia organu nadzoru wymaga utworzenie towarzystwa, zmiana statutu towarzystwa, depozytariusza, umowy z depozytariuszem (art. 53, art. 58 ust. 1). Ponadto organ nadzoru cofa decyzję zezwalającą na utworzenie towarzystwa w przypadku ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji towarzystwa (art. 61).

Osoba fizyczna staje się członkiem funduszu wraz z zawarciem umowy z funduszem (art. 81 ust. 1). Treść umowy determinuje rozporządzenia Rady Ministrów (art. 85). W rozporządzeniu Rada Ministrów kieruje się koniecznością zapewnienia ochrony interesów członków funduszu oraz koniecznością zapewnienia wiarygodności i terminowości przekazywanych informacji (art. 85a). Pamiętać jednak należy, iż członek otwartego funduszu nie może swobodnie rozporządzać środkami, które zostały zgromadzone na jego rachunku. Uwaga ta nie dotyczy rozrządzeń na wypadek śmierci (art. 107 ust. 1, 2).

Otwarty fundusz finansuje swoją działalność z pobieranych opłat, w formie potrącenia z wpłacanych składek oraz bezpośrednio ze swoich aktywów (art. 134 ust. 1, art. 136). Opłaty te obejmują: opłatę od składki (ustawa określa maksymalną wysokość), opłatę za zarządzanie funduszem (ustawa określa maksymalną wysokość), opłaty ponoszone na rzecz osób trzecich (m.in. od transakcji nabywania lub zbywania aktywów funduszu, przechowywania tych aktywów) (art. 134, art. 136). W tym miejscu trzeba zauważyć, iż opłaty nie pełnią w praktyce roli motywacyjnej. Nie wiążą bowiem w sposób zasadniczy ich wysokości z wynikami inwestycyjnymi funduszu.

Działalność lokacyjna funduszy emerytalnych ograniczona jest do określonych w ustawie limitów inwestycyjnych i kategorii lokat (art. 141, art. 142, art. 144). Zgodnie z art. 139 „Fundusz lokuje swoje aktywa zgodnie

z przepisami [...] ustawy, dążąc do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat". Taki zapis powoduje, iż członek funduszu nie ma najmniejszego wpływu na kierunki inwestycji powierzonych funduszowi środków finansowych.

Ustawodawca określa szczegółowo obowiązki informacyjne funduszy emerytalnych. Fundusz zobowiązany jest raz w roku ogłaszać prospekt informacyjny, w regularnych odstępach czasu informować członków funduszu o środkach zgromadzonych na ich rachunku, zasadach polityki inwestycyjnej, celu inwestycyjnym, stopach zwrotu, opłatach, ryzyku inwestycyjnym, udostępniać informacje o strukturze aktywów (art. 189, art. 191, art. 193).

Ponadto towarzystwo i fundusz dostarczają organowi nadzoru okresowe sprawozdania i bieżące informacje o ich działalności i sytuacji finansowej (art. 195).

Nadzór nad działalnością funduszy emerytalnych sprawuje organ nadzoru. Ustawodawca określa szczegółowy zakres tego nadzoru, upoważniając organ nadzoru do prowadzenia kontroli działalności funduszu, towarzystwa, depozytariusza, a także osób trzecich świadczących usługi na rzecz funduszu (art. 200, art. 204, art. 204a). Ustawodawca wyposaża organ kontroli w szeroki wachlarz środków mających na celu ochronę interesów członków funduszu. Organ nadzoru podejmuje każdorazowo działania ochronne w sytuacjach:

- naruszających interesy członków otwartego funduszu emerytalnego, pomimo iż działania nie są sprzeczne z prawem,
- naruszających interesy członków otwartego funduszu emerytalnego – w warunkach działań sprzecznych z prawem,
- nienaruszające interesów członków otwartego funduszu emerytalnego – w warunkach działań sprzecznych z prawem [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.].

Ustawa w rozdziale 22 wprowadza także przepisy karne.

W kontekście nadzoru nad działalnością funduszy emerytalnych pojawia się problem interpretacji pojęcia interesu członka funduszu. Zgodnie z wyrokiem Sądu Najwyższego z dnia 18 maja 2001 r. „Interes członków otwartego funduszu emerytalnego realizuje się przez gospodarowanie powierzonymi wybranemu funduszowi środkami finansowymi w sposób racjonalny, zgodny z prawem oraz zasadami sztuki zarządzania portfelami inwestycyjnymi, w celu osiągnięcia maksymalnej rentowności, przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka inwestycyjnego. Interes ten wyraża się również w osiągnięciu ostatecznego, optymalnego efektu działalności prowadzonej przez fundusz" [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.].

Sąd Najwyższy zwraca jednak uwagę, iż „przy ustalaniu znaczenia pojęcia »interes członka funduszu« należy mieć na uwadze, że między interesem finansowym akcjonariuszy powszechnego towarzystwa emerytalnego a interesem członków funduszy emerytalnych może powstać sprzeczność” [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.]. Konflikt wpisany jest więc w konstrukcję otwartych funduszy emerytalnych. Otwartemu funduszowi emerytalnemu ustawodawca nadaje osobowość prawną. Fundusz posiada jednak tylko jeden organ. Organ ten to zarząd, którym jest powszechne towarzystwo emerytalne zorganizowane w formie spółki akcyjnej. W strukturze otwartych funduszy emerytalnych nie ma więc organu reprezentującego interesy członków funduszu [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.]. Podmiotów reprezentujących interes członków funduszu należy więc szukać poza strukturą otwartego funduszu emerytalnego. Jednym z takich podmiotów jest depozytariusz – obok wspomnianego już wcześniej organu nadzoru.

### **3. Depozytariusz – miejsce i rola w strukturze nadzoru korporacyjnego otwartych funduszy emerytalnych**

Z powyższych analiz wynika, iż pryncypałem w otwartym funduszu emerytalnym jest jego członek, a agentem zarząd funduszu, którym jest powszechne towarzystwo emerytalne. Ustawodawca wybrał więc rozwiązanie, w którym główny wysiłek zmierzający do ograniczania problemu agencji spoczywa na podmiotach zewnętrznych. W tym miejscu warto zadać sobie pytanie o miejsce i rolę depozytariusza w strukturze nadzoru korporacyjnego otwartych funduszy emerytalnych.

Otwarty fundusz emerytalny jest zobowiązany prawem do wyboru depozytariusza (art. 157). W ramach umowy depozytariusz realizuje czynności typowo bankowe (przechowywanie aktywów funduszu, prowadzenie rachunków), jak i czynności wykraczające poza ten obszar [Wyrok NSA z dnia 16 grudnia 2015 r.]. W umowie nie można ograniczać obowiązków depozytariusza, które wynikają wprost z ustawy [ustawa, 1997, art. 160]. Obowiązki te dotyczą pięciu obszarów: bezpieczeństwo, monitoring, pozwy, zawiadomienia, kontrola.

Zadaniem depozytariusza jest dbanie o bezpieczeństwo aktywów funduszu oraz monitorowanie inwestycji funduszu pod kątem ich zgodności z prawem. Depozytariusz ma za zadanie zabezpieczać interesy członków funduszu, zapewniając, aby zgodne z prawem i statutem były umowy obejmujące nabywanie i zbywanie aktywów funduszu [Wyrok NSA z dnia 13 listopada 2001 r.]. Ustawodawca, mając na celu ochronę członków funduszu, zobowiązał depozytariusza do występowania w ich imieniu z powództwem przeciwko towarzystwu – w przypadku powstania szkody,

która spowodowana została niewykonaniem lub też nienależytym wykonaniem przez towarzystwo obowiązków obejmujących zarządzanie funduszem oraz jego reprezentację (art. 159 ust. 3). Ponadto depozytariusz jest zobowiązany do informowania organu nadzoru o wszelkich działaniach i zaniechaniach funduszu stanowiących naruszenie prawa, czy też naruszających interes członków funduszu poprzez nienależyte ich uwzględnienie (art. 164 ust. 1). Ustawodawca zobowiązał także depozytariusza do informowania organu nadzoru o przypadkach nieprawidłowości w ustaleniu przez fundusz „wartości aktywów netto funduszu, wartości jednostki rozrachunkowej i wysokości stopy zwrotu [...]” (art. 164 ust. 2). Depozytariusz obowiązany jest również do stałej kontroli czynności podejmowanych przez towarzystwo (art. 159 ust. 4). Mechanizmem dyscyplinującym depozytariusza do należytego wykonywania swoich obowiązków jest zapis ustawowy przewidujący odpowiedzialność za szkody wynikające z niewykonywania lub nienależytego wykonywania obowiązków ustawowych (art. 160 ust. 2).

W tym momencie warto raz jeszcze sięgnąć do wykładni pojęcia interesu członka funduszu zaproponowanej przez Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 18 maja 2001 r. Jest to o tyle istotne, iż pojęcie interesu członka funduszu pojawia się w kontekście obowiązków depozytariusza. Można więc przyjąć, iż poza obowiązkami wynikającymi wprost z ustawy do zadań depozytariusza należy ocena, czy fundusz gospodaruje powierzonymi środkami finansowymi w sposób racjonalny, zgodny z prawem, zasadami sztuki inwestycyjnej. Depozytariusz ocenia ponadto, czy przyjęte przez fundusz kierunki inwestycji maksymalizują rentowność w warunkach przyjętego poziomu ryzyka (jak to ujmuje Sąd Najwyższy: „przy jednoczesnej minimalizacji ryzyka inwestycyjnego”) i prowadzą do osiągnięcia optymalnego efektu działalności funduszu [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.].

## **Zakończenie**

Uprawnienia depozytariusza wynikające z przepisów prawa są więc bardzo szerokie. Dotyczą one dbania o bezpieczeństwo aktywów, monitoringu działalności funduszu, pozwów sądowych, zawiadamiania organu nadzoru, kontroli działalności funduszu oraz wynikają z ochrony interesów członków funduszu. Część z wymienionych uprawnień formułowana jest jednak za pomocą pojęć niedookreślonych. Przykładem jest przywoływany powyżej interes członka funduszu. W tym miejscu warto raz jeszcze przywołać kolejną sentencję z wyroku Sądu Najwyższego z dnia 18 maja 2001 r., w którym SN zauważa „[...] interes członka otwartego funduszu emerytalnego, wymaga uwzględnienia nie tylko kontekstu normatywnego, w którym to pojęcie funkcjonuje, lecz także okoliczności faktycznych sprawy,

przy czym idzie tu zarówno o sytuację faktyczną istniejącą w dacie podejmowania decyzji, jak i sytuację faktyczną, która powstanie w przyszłości (prognoza)” [Wyrok SN z dnia 18 maja 2001 r.]. Skuteczność depozytariusza jako elementu nadzoru korporacyjnego w otwartych funduszach emerytalnych uzależniona więc jest nie tylko od samej aktywności depozytariusza, ale również od trafności jego ocen dotyczących bieżących działań funduszu i skutków tych działań dla przyszłej sytuacji członka funduszu. Zadanie to jest niezmiernie trudne i wymaga od pracowników depozytariusza specjalistycznej wiedzy popartej dużym doświadczeniem. Ustawodawca w art. 160 ust. 2 wprowadza mechanizm dyscyplinujący depozytariusza do należytego wykonywania swoich obowiązków – w postaci odpowiedzialności za szkody. Kto jednak miałby oceniać na bieżąco należyte wykonywanie obowiązków przez depozytariusza, np. w obszarze stałej kontroli czynności podejmowanych przez towarzystwo. Organ nadzoru stałby się nieefektywny, gdyby szczegółowo kontrolował każde działanie depozytariusza. Warto więc rozważyć, aby na gruncie ustawy ograniczyć zakres podmiotów uprawnionych do pełnienia funkcji depozytariusza – określony w art. 158 ustawy. Ograniczenie to polegałoby m.in. na wprowadzeniu wymogu dotyczącego zatrudniania odpowiednio wykwalifikowanej kadry, dającej rękojmię należytego wykonywania przez bank obowiązków depozytariusza. Rozwiązanie takie mogłoby przyczynić się do zwiększenia roli depozytariusza w nadzorze korporacyjnym otwartych funduszy emerytalnych. Pamiętać bowiem należy, iż ustawodawca świadomie zdecydował o kluczowej roli mechanizmów zewnętrznych w nadzorze korporacyjnym otwartych funduszy emerytalnych. Wydaje się więc, iż ich wzmocnienie przyczynić powinno się do poprawy efektywności funkcjonowania systemu zabezpieczenia emerytalnego organizowanego przez powszechne towarzystwa emerytalne.

## **Literatura**

- Ambachtsheer K.P. (2007), *Pension Revolution. A Solution to the Pensions Crisis*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Apanowicz J. (2002), *Metodologia ogólna*, Bernardinum, Gdynia.
- Ashcroft J., Yermo J., Stewart F. (2011), *Regulatory and supervisory context for occupational pension provision*, w: P. Thornton, D. Fleming (eds.), *Good Governance for Pension Schemes*, Cambridge University Press, New York.
- Bank for International Settlements (2003), *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System, Bank for International Settlements, Basel, March <http://www.bis.org/publ/cgfs21.pdf>, dostęp: 2.09.2017.

- Besley T., Prat A. (2003), *Pension Fund Governance and the Choice Between Defined Benefit And Defined Contribution Plans*, The Institute For Fiscal Studies WP03/09, June 4, <https://www.ifs.org.uk/wps/wp0309.pdf>, dostęp: 29.08.2017.
- Clark G.L. (2004), *Pension fund governance: expertise and organizational form*, „Journal of Pension Economics & Finance”, Vol. 3, No. 2.
- Dias L.P. (2006), *Governance of Brazilian Pension Funds*, <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=6568&context=expresso>, dostęp: 30.08.2017.
- Eisenhardt K.M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, „The Academy of Management Review”, Vol. 14, No. 1.
- Hess D., Impavido G. (2004), *Governance of Public Pension Funds: Lessons from Corporate Governance and International Evidence*, w: Musalem A.R., Palacios R.J. (eds.), *Public Pension Fund Management. Governance, Accountability, and Investment Policies. Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, May 2003*, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, Washington, D.C., <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/14880/302250PAPER0public0pension.pdf?sequence=1&isAllowed=y>, dostęp: 30.08.2017.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” Vol. 3, No. 4, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>, dostęp: 29.08.2017.
- Samborski A. (2014), *Nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych. Przykład dobrowolnych funduszy emerytalnych*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. XCI/2.
- Samborski A. (2016), *Problem przedstawicielstwa w otwartych funduszach emerytalnych – wybrane aspekty*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, t. C.
- Shapiro S.P. (2005), *Agency Theory*, „Annual Review of Sociology”, Vol. 31.
- Sy W. (2008), *Pension Governance in Australia: An Anatomy and an Interpretation*, „Rotman International Journal of Pension Management”, Vol. 1, No. 1.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 870 z późn. zm.
- Weir C., Laing D., McKnight P.J. (2002), *Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies*, „Journal of Business Finance & Accounting”, Vol. 29, No. 5–6.
- Willis Towers Watson (2017), *A Guide to Fiduciary Management*, Willis Towers Watson, London, <https://www.towerswatson.com/en-GB/Insights/IC-Types/Technical-Regulatory/2014/Guide-to-fiduciary-management>, dostęp: 28.08.2017.
- Wolter A., Ignatowicz J., Stefaniuk K. (2001), *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, LexisNexis, Warszawa.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 13 listopada 2001 r., II SA 2600/00, <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/12C6134218>, dostęp: 24.09.2017.
- Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 16 grudnia 2015 r., I FSK 1539/14, <http://orzeczenia.nsa.gov.pl/doc/8641CBC86F>, dostęp: 24.09.2017.
- Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 18 maja 2001 r., III RN 197/00, <http://www.sn.pl/sites/orzecznictwo/Orzeczenia/III%20RN%20197-00.pdf>, dostęp: 24.09.2017.



## **Streszczenie**

W opracowaniu dokonano charakterystyki relacji agencji w funduszach emerytalnych. Całość rozważań osadzono w teorii agencji. Przyjęto, że fundusz emerytalny to sieć porozumień kontraktowych. Cechą tych porozumień jest ich niekompletność. Rozważania osadzono w warunkach gospodarki polskiej, odnosząc je do otwartych funduszy emerytalnych. W polskiej ustawie otwartym funduszom emerytalnym nadano osobowość prawną. Organem otwartego funduszu emerytalnego jest powszechne towarzystwo emerytalne, zorganizowane w formie spółki akcyjnej. W strukturze organizacyjnej otwartego funduszu emerytalnego brak jest organu reprezentującego interes członka funduszu. Ciężar nadzoru spoczywa na podmiotach zewnętrznych. Celem artykułu jest więc określenie miejsca i roli depozytariusza w nadzorze korporacyjnym otwartych funduszy emerytalnych. Zaproponowano, aby na gruncie prawnym ograniczyć zakres podmiotów uprawnionych do pełnienia funkcji depozytariusza. Przyjęto bowiem argumentację, iż zbyt szeroki zakres podmiotów uprawnionych do pełnienia tej funkcji obniża jakość nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych.

## **Słowa kluczowe**

nadzór korporacyjny, fundusze emerytalne, problem agencji

## **Agency problem in open-end pension funds. The role of the depositary bank (Summary)**

The study characterizes the agency relationship in Polish pension funds. Considerations were embedded in agency theory. It was assumed, that the pension fund is a network of contractual agreements. The nature of these agreements is their incompleteness. Considerations were embedded in the Polish economy. The considerations were addressed to open-end pension funds. In the Polish law, open-end pension funds have been given legal personality. The pension fund's governing body is a joint stock company – the general pension society. In the organizational structure of an open-end pension fund, there is nobody representing the interest of the fund member. Supervision of the pension fund activities is carried out by external entities. The purpose of the paper is therefore to determine the place and role of the depositary bank in the pension fund governance. It has been proposed to limit the scope of entities authorized to act as a depositary bank by law. It has been argued that the too wide range of entities entitled to perform this function reduces the quality of corporate governance in pension funds.

## **Keywords**

pension fund governance, pension funds, agency problem



**Małgorzata Siemionek-Ruska\***

## **Strategiczna Karta Wyników jako narzędzie zarządzania szwedzkim miastem**

### **Wstęp**

Miasta w swojej działalności operacyjnej napotykać na liczne problemy dotyczące określenia potrzeb mieszkańców, właściwych systemów informacji oraz stosowania odpowiednich mierników. Prawidłowo opracowana i wdrożona koncepcja Strategicznej Karty Wyników<sup>1</sup> umożliwi zarządzanie miastem w sposób bardziej uporządkowany i usystematyzowany.

Artykuł ma na celu omówienie teoretycznych zagadnień związanych z istotą Strategicznej Karty Wyników, możliwością zastosowania jej w miastach, identyfikację korzyści oraz barier wynikających z jej implementacji w miastach oraz konstrukcję mapy strategii oraz poszczególnych perspektyw Strategicznej Karty Wyników dla szwedzkiego miasta Lund.

### **1. Istota Strategicznej Karty Wyników**

#### **1.1. Pojęcie Strategicznej Karty Wyników**

Strategiczna karta wyników to narzędzie używane do ilustrowania związków przyczynowo-skutkowych, zestawiające mierniki finansowe z przeszłych działań z miernikami stymulującymi przyszłe działania organizacji. Łączy ona krótko- i długoterminowe mierniki dotyczące zarówno perspektywy finansowej, jak i niefinansowej w jeden system oceny. Dzięki temu BSC pozwala na powiązanie długoterminowej strategii z bieżącymi operacjami i wynikami finansowymi [Bukh, Malmi, 2005]. BSC może zostać także wykorzystana jako narzędzie umożliwiające zarządzanie organizacją [Cobbald, Lawrie, 2002, s. 1].

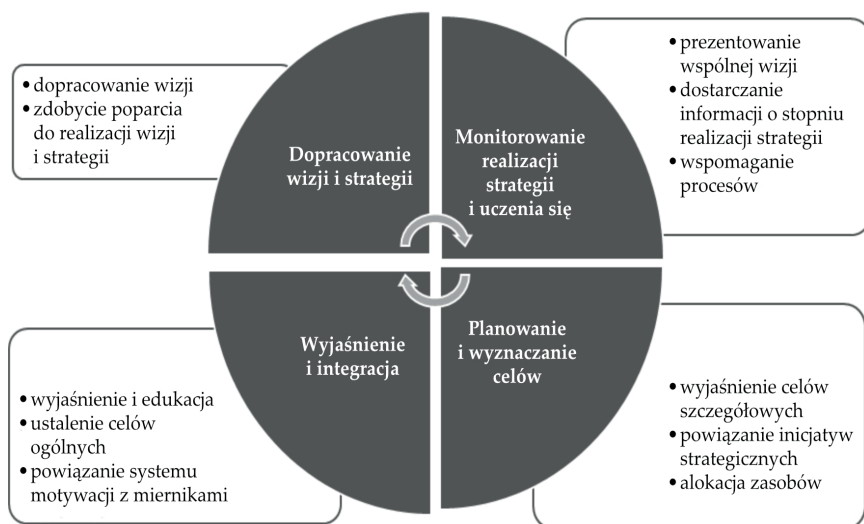
Podstawą do tworzenia BSC są misja i strategia organizacji, które są w niej artykułowane, komunikowane i za jej pomocą monitorowane. Dla każdej z perspektyw ustala się wynikający ze strategii zestaw celów, miar i wartości docelowych oraz sposobów realizacji tych zamierzeń. Cztery perspektywy BSC umożliwiają zachowanie równowagi pomiędzy celami krótko- i długoterminowymi oraz miarami o charakterze zewnętrznym oraz wewnętrznym [Kaplan, Norton, 2001].

\* Dr, Katedra Finansów i Ryzyka Finansowego, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, m.siemionek@gmail.com

<sup>1</sup> W literaturze pojęcie Balanced Scorecard (BSC) tłumaczone jest na język polski jako Strategiczna Karta Wyników (SKW), Zrównoważona Karta Wyników (ZKW). W artykule pojęcia te są stosowane zamiennie.

Strategia jest realizowana przez ludzi, a mierniki służą do określania miejsca, w której w danej chwili znajduje się realizacja strategii, a także mogą być ostrzeżeniem, kiedy w organizacji pojawiają się problemy. Kluczowa jest tutaj rola menedżerów organizacji w celu realizacji strategicznych celów oraz przekazywaniu niezbędnej wiedzy pracownikom organizacji [Kubalańca, Skomudek, 2005, s. 21]. W perspektywie finansowej mierzone są obecne sukcesy finansowe firmy jako biznesu, w perspektywie klienta wskazywane są kluczowe źródła tego sukcesu, jak np. pozycja rynkowa i satysfakcja klientów. Przyszły sukces uzależniony jest również od zdolności organizacji do zmian i dalszego rozwoju [Kaplan, Norton, 1992, s. 72]. Na rysunku 1 przedstawiono Strategiczną Kartę Wyników jako system zarządzania strategicznego.

**Rysunek 1. Strategiczna Karta Wyników jako system zarządzania strategicznego**



Źródło: [Kaplan, Norton, 2001, s. 30].

## 1.2. Geneza Strategicznej Karty Wyników

Niektórzy autorzy sugerują, że Balanced Scorecard zapoczątkowano we Francji i wywodzi się z *tableau de bord*. Jest to narzędzie wykorzystywane przez menedżerów firm, pozwalające na przedstawienie w sposób globalny i szybki operacji zachodzących w przedsiębiorstwie. Narzędzie to wykorzystywano we francuskich firmach do oceny działalności i podjęcia szybkiej reakcji w przypadku pogarszającej się sytuacji w przedsiębiorstwie [Pangarkar, Kirkwood, 2009, s. 45]. W 1987 r. firma produkująca półprzewodniki Analog Devices Inc. opracowała instrument przeznaczony

do mierzenia dokonań przedsiębiorstwa o nazwie Corporate Scorecard. Instrument obejmował miary finansowe i nie-finansowe, takie jak: jakość, efektywność ilości, koszty wytwarzania oraz terminowość dostaw. Firma KPMG Peat Marwick zorganizowała grupę badawczą, złożoną z przedstawicieli dwunastu dużych przedsiębiorstw. Celem spotkania było opracowanie systemu pomiaru dokonań. W ten sposób w 1990 r. z projektu „Mierzenie efektywności w organizacjach przyszłości” pod kierownictwem Davida Nortona powstał Balanced Scorecard. Przyczyną konieczności zastosowania nowych narzędzi był niedostateczny zakres informacji uzyskiwany z wykorzystania wskaźników finansowych. Autorzy BSC starali się opracować narzędzie, które pozwoli na przełożenie misji oraz strategii przedsiębiorstwa na cele operacyjne [<http://worldthemes.wordpress.com/tag/history-of-the-balanced-scorecard>, 2014].

Monitor Aktywów Niematerialnych według Karla Erika Sveiby’ego, opiera się na podziale kapitału intelektualnego na trzy kategorie aktywów:

- kompetencje pracowników, czyli potencjał tkwiący w zatrudnionych;
- struktura zewnętrzna – obejmująca relacje z podmiotami zewnętrznymi, markę i reputację firmy;
- struktura wewnętrzna – obejmująca systemy, struktury formalne i nieformalne oraz własność intelektualną, będące wytworem działań człowieka [Kasiewicz i inni, 2006, s. 143–145].

Skandia Navigator według Leifa Edvinssona to kompleksowe narzędzie zarządzania kapitałem intelektualnym organizacji, umożliwiające jego pomiar w obrębie pięciu głównych obszarów: finansów, klientów, procesów, pracowników i rozwoju. W swej konstrukcji model Skandii przypomina dom. Aspekty finansowe odnoszące się do przeszłości to strych domu. Ściany odzwierciedlające terażniejszość obejmują kapitał klientów oraz kapitał strukturalny. Fundamentem domu decydującym o jego przyszłości są działania podejmowane w obszarze rozwoju, serce to ludzie zatrudnieni w organizacji jako aktywa oddziałujące na wszystkie inne obszary [Edvinsson, Malone, 2001, s. 25].

Pomiar dokonań stanowi niezwykle ważny element, który wpływa na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, ponieważ jest on podstawą rachunków dotyczących inwestorów i przełożonych. Z tego też powodu podlega ciągłym dostosowaniom do istniejących potrzeb. Doprowadziło to do powstania w ciągu ostatnich 15 lat trzech typów generacji związanych z rozwojem karty wyników. Pierwsza z nich (1990–1996) dotyczy zastosowania mierników finansowych i niefinansowych, o krótko- i długoterminowym charakterze oraz wewnętrznej i zewnętrznej perspektywie. Druga generacja (1996–2000) dotyczy wykorzystywania BSC w modelu biznesowym poprzez określenie związków między celami w różnych

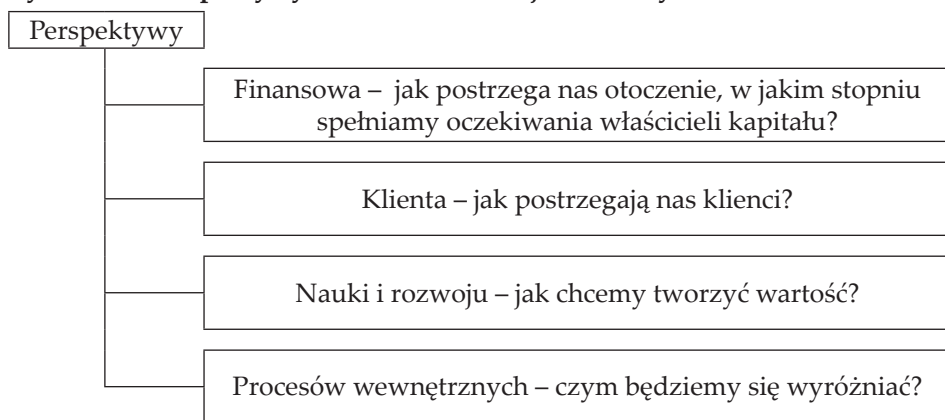
perspektywach. Ostatnia generacja (2001–obecnie) opiera się na testowaniu modelu biznesowego w celu zapewnienia przejrzystości pomiędzy miernikami [Murby, Stathis, 2005, s. 4].

Europejski model wdrażania BSC został rozwinięty przez H. Friedaga i W. Schmidta. Uwzględnia on tylko cele strategiczne przy tworzeniu BSC. Model wdrażania SKW obejmuje pięć etapów. W pierwszym etapie należy przeanalizować założenia strategiczne oraz ustalić kierunki rozwoju. Kolejny etap polega na opracowaniu przebiegu projektu, zapewnieniu właściwej komunikacji i przepływu informacji w organizacji, jak również standaryzacji metod. Opracowanie BSC to określenie celów strategicznych, ustalenie związków przyczynowo-skutkowych, dobranie odpowiednich mierników oraz ich wartości docelowych. Wdrożenie BSC należy rozpocząć od najwyższego poziomu organizacji, a później rozpocząć kaskadowanie na jej niższe szczeble w hierarchii. Ostatni etap jest również istotny. Należy zintegrować BSC z dotychczasowymi systemami planowania, sprawozdawczymi oraz odpowiednim oprogramowaniem komputerowym użytym w danej organizacji [Friedag, Schmidt, 2002, s. 65].

### 1.3. Budowa Balanced Scorecard

Konstrukcja Strategicznej Karty Wyników opiera się na czterech perspektywach funkcjonowania organizacji: finansowej, klienta, procesów wewnętrznych i rozwoju. Taka konstrukcja karty umożliwi wyróżnienie najważniejszych problemów pod kątem działalności przedsiębiorstwa. Ich rozwiązanie wymaga jednak odpowiedzi na cztery główne pytania, które zostały przedstawione na rysunku 2.

**Rysunek 2. Perspektywy w Zrównoważonej Karcie Wyników**



Źródło: [Kaplan, Norton, 1992, s. 72].

Każda z perspektyw posiada elementy, takie jak: cele ogólne, mierniki osiąganych celów strategicznych, cele szczegółowe oraz inicjatywy. Zrównoważenie celów w tych perspektywach ma zabezpieczyć przed sytuacją, w której osiąganie jednych celów będzie odbywało się kosztem innych. W BSC bierze się pod uwagę zarówno mierniki dotyczące działań podjętych w przeszłości, jak i determinujących przyszłe wyniki [Johnson, 2003, s. 19].

Warunkiem osiągnięcia przez miasta zamierzonych celów strategicznych i operacyjnych jest zrównoważenie w czterech perspektywach, czyli: finansowej, klienta, procesów wewnętrznych oraz rozwoju [Penc-Pietrzak, 2005, s. 29].

Perspektywa klienta obejmuje zagadnienia związane z rynkiem i wykreowanymi przez niego celami, które decydują o osiągniętych przez firmę wynikach. Kolejna z wymienionych na schemacie perspektyw dotyczy nauki i rozwoju, która odnosi się do zasobów posiadanych przez przedsiębiorstwo i wskazuje na konieczność ich rozwoju i ulepszania. Należy zwrócić uwagę na specyfikę mechanizmów wpływających na jego działanie oraz ich efektywność, co ma wpływ na generowaną wartość firmy [Monahan, 2004, s. 19–24].

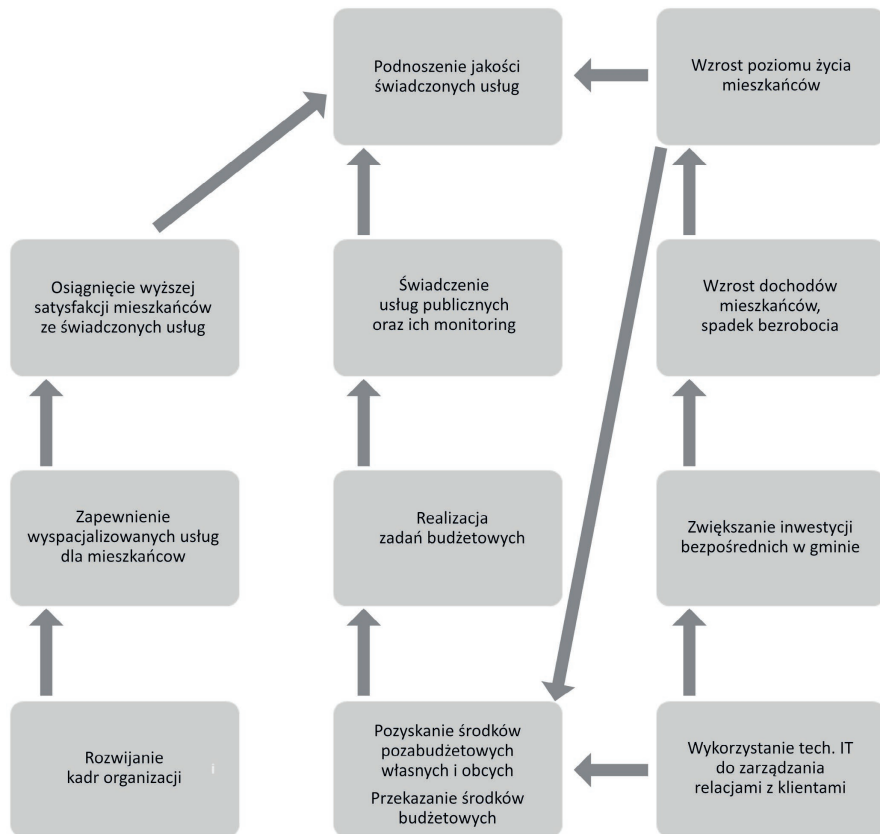
#### **1.4. Mapa strategii**

Mapa strategii jest rozwinięciem prostego, czteroperspektywowego modelu strategicznej karty wyników, który został uzupełniony przez dodanie szczegółowej podgrupy ilustrującej dynamikę strategii, który poprawia przejrzystość i koncentrację.

Projektując mapę strategii dla miasta, należy na początku skupić się na perspektywie klienta. Miasta są zmuszone do ograniczania swoich wydatków do kwoty, która została zaplanowana w budżecie. Jednakże ich sukces nie będzie mierzony stopniem realizacji budżetu, ani wielkością oszczędności. Proponowaną miarą sukcesu jest skuteczność i efektywność zaspokajania potrzeb podmiotów korzystających z usług oferowanych przez miasto [Borowiec, 2012, s. 81]. Na rysunku 3 przedstawiono przykład mapy strategii dla miasta.

Mapa strategii umożliwi dostrzeganie przez pracowników związków pomiędzy celami i odpowiednimi ich miarami. Jest wizualną prezentacją strategii organizacji, która stanowi zasadę łączenia celów w czterech perspektywach w celu promowania lepszego zrozumienia strategii oraz większego zaangażowania w jej realizację [Kaplan, Norton, 2004, s. 25].

Rysunek 3. Mapa strategii dla miasta



Źródło: [Borowiec, 2012, s. 78].

## 2. Przesłanki zastosowania Strategicznej Karty Wyników w miastach

Głównym celem funkcjonowania miast jest zaspokojenie potrzeb mieszkańców. W związku z tym należy przeanalizować cztery perspektywy Balanced Scorecard, aby dostosować narzędzie do cech charakterystycznych miast [Aidemark, 2001, s. 25].

Próby wdrożenia BSC w miastach miały już miejsce, a do słynnych jej wdrożeń zalicza się miasto Charlotte w Stanach Zjednoczonych. Wśród polskich miast można wyróżnić m.in. Tarnów, Hrubieszów oraz Trzebnicę. Do przesłanek wdrożenia BSC w organizacji można zaliczyć zamianę istniejących mechanizmów zarządzania, wypełnienie luki w systemie zarządzania czy ujednoczenie struktury zarządzania [Gueorguiev i inni, 2005, s. 32–34].

Miasta powinny adaptować Balanced Scorecard, biorąc pod uwagę cztery aspekty jej projektowania, tj. [Wiśniewski, Olafsson, 2004, s. 602–610]:



- proces jest tak samo ważny jak produkt, mapa strategii jest niezbędnym elementem skutecznego wdrożenia Balanced Scorecard,
- cztery tradycyjne perspektywy mogą być adekwatne, ale wymagają ciągłego ponownego określania w celu zachowania ich znaczenia,
- proces wdrożenia Balanced Scorecard jest skomplikowany dla radnych, którzy pracują pod presją czasu i dostępnych zasobów, istnieje potrzeba pełnego zaangażowania najwyższego kierownictwa w proces wdrażania Balanced Scorecard, jak również są widoczne bezpośrednie korzyści dla osób pracujących nad przygotowaniem i wdrożeniem BSC w organizacji,
- istnieją znaczące trudności w łączeniu kart poszczególnych działów, biorąc pod uwagę różnorodność usług jednostki sektora publicznego.

Użyteczność BSC dla miast wynika z wielu wymiarów w przedstawianiu aspektów niefinansowych oraz identyfikacji kluczowych czynników sukcesu w celu koncentracji na strategii organizacji [Modell, 2004, s. 43–45]. Jest jednak grupa naukowców, którzy posiadają pewne zastrzeżenia dotyczące skuteczności adaptowania BSC dla potrzeb jednostek samorządu terytorialnego. Wskazują oni na problemy w tworzeniu związków przyczynowych dla BSC w sektorze publicznym. Przekształcenie BSC może w praktyce nie być procesem prostym, co może doprowadzić do zmniejszenia potencjału zarządzania wynikami organizacji [Pidd, 2005, s. 489–493].

Organizacje wykorzystują Strategiczną Kartę Wyników do:

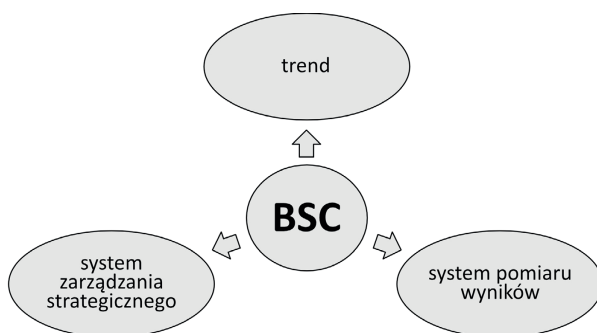
- objaśniania strategii,
- wyjaśniania strategii wewnątrz organizacji,
- powiązania celu organizacji i pracowników ze strategią firmy,
- powiązania celów strategicznych i długoterminowych,
- analizy realizacji strategii,
- dostarczania informacji umożliwiających poprawę dotychczasowej strategii [Kaplan, Norton, 2001, s. 37].

## **2.1. Zalety wynikające z implementacji Strategicznej Karty Wyników w miastach**

Wdrożenie BSC w jednostkach samorządu terytorialnego niesie ze sobą szereg korzyści. Pierwszą z nich jest to, że BSC głównie skupia się na zależnościach przyczynowo-skutkowych, które prowadzą do osiągnięcia sukcesu. Jest też wzorem, który pokazuje, jak należy dokonywać pomiaru wyników w świetle obranych celów. Do korzyści należy zaliczyć możliwość identyfikacji działań wpływających na dane rezultaty. Dzięki takiej wiedzy pracownicy są w stanie powiązać udoskonalenia wprowadzone do codziennych procesów z osiągnięciem celów strategicznych (długookresowych). Co więcej, BSC wykorzystywane jest w celu prezentacji zrozumiałej i zwięzłej strategii poprzez zjawiska i procesy, które zachodzą

w organizacji. Występuje odgórna komunikacja, której uczestnikami są wszyscy pracownicy. Należy zakomunikować wartości i wizję organizacji pracownikom i partnerom jednostki, uświadamiając, do czego się zmierza, bo to zapewnia lepsze relacje strategiczne między nimi. Kolejną korzyścią (dzięki temu, że każdy proces jest przypisany do osoby, która jest za niego odpowiedzialna) jest zapewnienie optymalnej realizacji procesów przez pracowników przy jednoczesnym utrzymaniu wysokiego poziomu dokonań w danym zakresie [Tuzikiewicz, 2007, s. 29]. Na rysunku 4 zaprezentowano różne percepcje BSC przez kierowników organizacji.

**Rysunek 4. Percepcja BSC przez kierowników organizacji**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Chan, 2004, s. 216].

Wdrożenie BSC wiąże się z licznymi zaletami. Zalicza się do nich: dostarczanie kierownikom informacji na temat metod i narzędzi zarządzania organizacjami, stymulowanie identyfikacji, analizowania i rozwiązywania problemów, budowanie porozumień oraz poprawę komunikacji wśród kierowników, pracowników i grup interesariuszy [Kaplan, Norton, 1997, s. 56; Olve i inni, 2004, s. 52].

Z biegiem czasu wyszczególniono kolejne korzyści, które wynikały z wprowadzenia BSC. Zalicza się do nich: pomoc w zintegrowaniu celów wszystkich działów w organizacji, ograniczenie liczby mierników do tych, które były rzeczywiście niezbędne do skutecznej oceny kondycji departamentów oraz zachęcanie do współpracy jako niezbędnego elementu kultury pracy w organizacji [Monahan, 2001, s. 138].

Do czynników wpływających na sukces wdrożenia BSC w jednostkach samorządu terytorialnego zalicza się: zaangażowanie kierowników najwyższego szczebla, akceptację pracowników, adekwatne szkolenia oraz jasno określoną strategię organizacji [Yeung, Connell, 2006, s. 28–31].

## 2.2. Bariery wynikające z implementacji Strategicznej Karty Wyników w miastach

Jedną z kluczowych barier implementacji BSC miastach jest trudność jasnego określenia strategii tych organizacji. Większość dokumentów składa się z listy programów i inicjatyw a nie wyników, jakie organizacje starają się osiągnąć w swojej działalności. Każde miasto powinno zrozumieć, że strategia to nie tylko to, co organizacja ma zamiar zrobić, ale również to, czego nie będzie robić [Porter, 1996, s. 59].

Istotnym aspektem jest dostosowanie Balanced Scorecard do instrumentów motywacyjnych w danej organizacji. Trzeba jednak uważać, aby nie łączyć ich ze sobą bezpośrednio. Kierownicy są zaangażowani w proces tworzenia i wdrażania Balanced Scorecard przez długi okres, co jest kluczem do stworzenia optymalnego systemu motywacji. Wyróżniono cztery rodzaje barier podczas wdrożenia BSC, które przedstawiono na rysunku 5.

Rysunek 5. Rodzaje barier podczas wdrażania BSC w organizacji

w rozumieniu wizji	w zarządzaniu
<b>Bariery</b>	
związane z ludźmi	zasobowe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Kaplan, Norton, 2001, s. 257].

Wśród przyczyn nieskutecznego wdrożenia BSC można wyróżnić takie czynniki, jak: zarząd zbyt zajęty rozwiązywaniem krótkoterminowych problemów organizacyjnych, nieadekwatne wsparcie przez kadre kierowniczą, presję czasu [Chan, 2004, s. 204–206].

Często zdarza się, że wizja i strategia są niewykonalne oraz cele poszczególnych komórek, zespołów i pracowników nie są powiązane ze strategią [Thompson, Strickland, 2001, s. 45]. Problemem może być także brak komunikacji pomiędzy kierownictwem a pracownikami czy pomiędzy samymi pracownikami [Beer, Eisenstat, 2000, s. 29]. Dlatego stosując BSC, można te przeszkody przezwyciężyć. Jednakże należy pamiętać, że problemem może stać się także brak sterowania zarządzaniem strategicznym. Brak wyznaczenia konkretnej osoby, która będzie dbała o wdrożenie systemu zarządzania i sterowała tym procesem, doprowadzi do utraty możliwości uzyskania pełnych korzyści z jego stosowania [Kaplan, Norton 2001, s. 260].

Tendencja do planowania centralnego może pojawić się w zadaniach pracowników oraz w samej organizacji. Brak dobrowolności w kontaktach, sporadyczne kontakty z urzędem przyczyniające się do trudności w budowaniu osobistych relacji z klientami, to tylko niektóre czynniki ukazujące specyfikę działalności organizacji sektora publicznego [Weibler, 1995, s. 14].

### 3. Konstrukcja mapy strategii dla wybranego szwedzkiego miasta

Lund jest miastem położonym w prowincji Skania w południowo-zachodnim regionie Szwecji [<http://www.lund.se/en>]. Prowincja Skania posiada strategię rozwoju lokalnego o nazwie Otwarta Skania 2030 (ang. Regional Development Strategy – The Open Skane 2030). Dokument został zatwierdzony w czerwcu 2014 roku. Strategia została opracowana we współpracy z władzami lokalnymi, organizacjami biznesowymi, mieszkańcami oraz specjalistami z uniwersytetu. Miasto posiada około 82.800 mieszkańców [[http://www.scb.se/Statistik/MI/MI0810/2010A01Z/01\\_Localities2010\\_land\\_area\\_pop\\_density\\_2005\\_2010.xls](http://www.scb.se/Statistik/MI/MI0810/2010A01Z/01_Localities2010_land_area_pop_density_2005_2010.xls)].

Głównym celem prowincji jest bycie otwartym na wszystko. Region zaprasza nowych mieszkańców oraz jest otwarty na nowe propozycje z ich strony. Realizacja głównego celu jest możliwe poprzez pięć priorytetów [Det öppna Skåne LowRes\_eng, dostęp: 20.05.2016]:

1. Skania będzie oferować wiarę w przyszłość oraz odpowiednią jakość życia.
2. Skania będzie motorem zrównoważonego rozwoju.
3. Skania będzie korzystać ze swojego centralnego położenia.
4. Skania będzie rozwijać usługi opieki społecznej.
5. Skania będzie atrakcyjna globalnie.

#### 3.1. Mapa strategii dla miasta Lund

Projektując mapę strategii, wykorzystano priorytety wynikające z dokumentu Strategia Rozwoju Lokalnego – Otwarta Skania 2030 oraz własnych przemyśleń autorki. Stwierdzono konieczność wprowadzenia dodatkowych celów operacyjnych w perspektywie finansowej z powodu niewystarczającego ich ujęcia w wyżej wymienionym dokumencie.

W tablicy 1 zaprezentowano projekt mapy strategii dla miasta Lund, w której podstawowym celem jest perspektywa „Mieszkańcy”.

**Tablica 1. Mapa strategii miasta Lund**

<b>Priorytety</b>				
Wiara w przyszłość	Zrównoważony rozwój	Centralne położenie	Opieka społeczna	Globalna atrakcyjność
<b>Perspektywa Mieszkańcy</b>				
Rozwój funkcji metropolitarnych		Rozwój turystyki	Zrównoważony rozwój	Wsparcie przedsiębiorstw
Optymalizacja systemu edukacji	Rozwój osiedli mieszkaniowych	Optymalizacja transportu	Rozwój aktywności spędzania czasu wolnego	

<b>Perspektywa Finansowa</b>		
Efektywność Finansowa	Pozyskiwanie zasobów finansowych	Zapewnienie płynności finansowej miasta
<b>Perspektywa Rozwoju Pracowników</b>		
Rozwój umiejętności Pracowniczych		Wzrost poziomu kapitału społecznego
<b>Perspektywa Rozwoju Miasta</b>		
Rozwój współpracy w regionie Skanii	Lund – przyjazne środowisku centrum innowacyjności i nowoczesnych technologii	

Źródło: Opracowanie własne.

Stworzona mapa strategii nie jest wersją finalną, jest to elastyczny dokument. Będzie ona zmieniana przez zespół ds. wdrożenia BSC oraz modyfikowana przez władze miasta Lund w razie zaistnienia nowych uwarunkowań lub celów strategicznych.

## Zakończenie

Strategiczna Karta Wyników jest jednym z narzędzi stworzonych dla firm, które coraz częściej jest adaptowane do potrzeb jednostek samorządu terytorialnego. Miasta w swojej działalności operacyjnej napotykają na liczne problemy dotyczące określenia potrzeb mieszkańców, właściwych systemów informacji oraz stosowania odpowiednich mierników. Artykuł prezentuje dotychczasową teorię opisującą istotę BSC w aspekcie zarządzania miastem, zalety oraz bariery wynikające z wdrożenia Strategicznej Karty Wyników. Zaprezentowano projekt mapy strategii dla szwedzkiego miasta Lund.

## Literatura

- Aidemark L.G. (2001), *The meaning of Balanced Scorecards in the Health Care Organization*, „Financial Accountability & Management”, Vol. 17, No. 1.
- Beer M., Eisenstat R. (2000), *The silent killer of strategy implementation and learning*, „Sloan Management Review”, Summer.
- Borowiec L. (2012), *Zbilansowana Karta Dokonań jako instrument rachunkowości zarządzanej jednostek samorządu terytorialnego*, „Studia i Materiały”, nr 30.
- Bukh P.N., Malmi T. (2005), *Re-examining the cause-and-effect principle of the balanced scorecard*, w: S. Jönsson; J. Mouritsen (eds.), *Accounting in Scandinavia – The Northern Lights*, Liber, Copenhagen Business School Press, Malmö, Copenhagen.
- Chan Y.C.L. (2004), *Performance measurement and adoption of balanced scorecards. A survey of municipal governments in the USA and Canada*, „The International Journal of Public Sector Management”, Vol. 17, No. 3.
- Cobbold I., Lawrie G. (2002), *The development of the Balanced Scorecard as a strategic management tool*, 2GC, Boston.

- Edvinsson L., Malone M. (2001), *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Friedag H.R., Schmidt W. (2002), *Taschenguide Balanced Scorecard*, Haufe-verlag, Freiburg.
- Gueorguiev I., Dimitrova S., Komitska M., Traykov H., Spassov K. (2005), *Balanced Scorecard based management information system – A potential for public monitoring and good governance advancement*, „The Electronic Journal of e-Government”, No. 1.
- [http://Det\\_öppna\\_Skåne\\_LowRes\\_eng](http://Det_öppna_Skåne_LowRes_eng), dostęp: 20.05.2016.
- <http://www.lund.se/en/>, dostęp: 20.05.2016.
- [http://www.scb.se/Statistik/MI/MI0810/2010A01Z/01\\_Localities2010\\_land\\_area\\_pop\\_density\\_2005\\_2010.xls](http://www.scb.se/Statistik/MI/MI0810/2010A01Z/01_Localities2010_land_area_pop_density_2005_2010.xls): 20.05.2016.
- Johnson C.C. (2003), *Introduction to the balanced scorecard and performance measurement systems*, McGraw-Hill, New York.
- Kaplan R.S., Norton D.P. (1992), *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance*, Harvard Business School Press, Boston.
- Kaplan R.S., Norton D.P. (2001), *Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kaplan R.S., Norton D.P. (2004), *Strategy maps: Converting Intangible Assets into Tangible Outcomes*, Harvard Business School Publishing, Boston.
- Kaplan R.S., Norton D.P. (1997), *Why Does Business Need a Balanced Scorecard? Part I*, „Journal of Cost Management”, Vol. 11, No. 3.
- Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M. (2006), *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Kubalańca L., Skomudek W. (2005), *Udział Zrównoważonej Karty Wyników w zarządzaniu przedsiębiorstwem przez jakość*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, nr 6.
- Modell S. (2004), *Performance measurement myths in the public sector: a research note*, „Financial Accountability & Management”, Vol. 20, No. 1.
- Monahan K.E. (2001), *Balanced Measures for Strategic Planning: a Public Sector Handbook*, Management Concepts, Vienna.
- Murby L., Stathis G. (2005), *Effective Performance Management with Balanced Scorecard*, CIMA, Great Britain.
- Olve N., Petri C., Roy S. (2004), *Twelve years later: Understanding and realizing the value of Balanced Scorecards*, Management Services, „Ivey Business Journal”, May/June.
- Pangarkar A.M., Kirkwood T. (2009), *The Trainer's Balanced Scorecard. A Complete Resources for Linking Learning to Organizational Strategy*, Pfeiffer, San Francisco.
- Penc-Pietrzak J. (2005), *Strategia wykorzystywania okazji*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, nr 12.
- Pidd M. (2005), *Perversity in public service performance measurement*, „International Journal of Productivity and Performance Management”, Vol. 54, No. 5/6.
- Thompson A., Strickland A. (2001), *Strategic management: Concepts and cases*, McGraw-Hill, Boston.
- Tuzikiewicz K. (2007), *Urzeczywistnienie zamierzeń – metody realizacji projektu Balanced Scorecard*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, nr 11.

- Weibler J. (1995), *Kundenorientierte Verwaltung – eine Analyse ihrer Voraussetzungen, Wirkungsortierte Verwaltungskultur*, WBZ.
- Wiśniewski M., Olafsson S. (2004), *Developing balanced scorecards in local authorities: A comparison of experience*, „International Journal of Productivity and Performance Management”, Vol. 53, No. 7.
- Yeung A.K., Connell J. (2006), *The application of Niven's balanced scorecard in a not-for-profit organization in Hong Kong: what are the factors for success?*, „Journal of Asia Business Studies”, Vol. 1, No. 1.

## **Streszczenie**

Celem zaprezentowanego artykułu jest omówienie Strategicznej Karty Wyników jako narzędzia zarządzania miastem. Celem pierwszej części artykułu będzie przedstawienie istoty i charakterystyki Strategicznej Karty Wyników. Dokonano także analizy różnego rodzaju korzyści i barier wynikających z wdrażania Balanced Scorecard w miastach. W drugiej części artykułu opisano mapę strategii dla szwedzkiego miasta Lund.

## **Słowa kluczowe**

Strategiczna Karta Wyników, Balanced Scorecard, zarządzanie miastem

## **Balanced Scorecard as a tool of city management on the example of Lund (Summary)**

This paper tackles the Balanced Scorecard as a tool of city management. The aim of the first part is to present the essence, characteristics of Balanced Scorecard as an effective tool of making decisions, that are more efficient, in companies. The further goal was to show various type of benefits and failures during Balanced Scorecard implementation. The second part of this article present authors' own concept of strategy map for Balanced Scorecard in a selected Swedish city .

## **Keywords**

Balanced Scorecard, city management, strategy





**Agnieszka Słomka-Gołębiowska\***

## **Polityka zrównoważonego udziału kobiet i mężczyzn w spółkach w Polsce**

### **Wstęp**

Zrównoważony udział kobiet i mężczyzn we władzach spółek publicznych jest od kilku lat jedną z najbardziej dyskutowanych na świecie Dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Mimo to w wielu krajach dostosowanie się do nich było powolne i nie przynosiło wyraźnych zmian w składzie rad i zarządów. W efekcie większość krajów Unii Europejskiej wprowadziła regulacje wyznaczające kwoty udziału kobiet w radach nadzorczych, a także niektóre kraje odniosły kwoty do procentowego udziału kobiet w zarządach. Polska jako jeden z niewielu krajów nie uchwaliła przepisów prawnych określających kwoty dla obecności kobiet w organach spółek publicznych, mimo że ich udział jest niewielki – w roku 2015 wynosił w zarządach 12,5%, a w radach nadzorczych 18%. W roku 2015 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych było ponad 900 spółek, w tym ponad 470 na rynku głównym. Zbiorowość osób zasiadających w zarządach wynosiła 2164 osób, a w radach nadzorczych 4690 osób. Władza w spółkach giełdowych spoczywała w rękach 6854 osób, w tym 870 kobiet<sup>1</sup>.

Celem pracy jest zidentyfikowanie czynników mogących mieć wpływ na obecność kobiet we władzach spółek giełdowych. Tradycyjnie w pierwszej kolejności zbadano, czy udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych jest zależny od branży, w której działa spółka, a także od wielkości spółki mierzonej wielkością jej przychodów oraz poziomem kapitalizacji. Ponadto sprawdzano, czy powierzenie kobiecie stanowiska w organach spółek zależy od struktury własnościowej spółki. Biorąc pod uwagę, że większość spółek notowanych na giełdzie w Warszawie posiada silnie skoncentrowany akcjonariat, analizowano udział kobiet we władzach spółek ze względu na rodzaj akcjonariusza większościowego: Skarb Państwa, akcjonariusz zagraniczny, spółka kontrolowana przez kapitał rodzinny. Wreszcie przeanalizowano wpływ wielkości rady i zarządu na poziom zaangażowania kobiet i mężczyzn do pracy w organach spółek giełdowych.

---

\* Dr, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, [aslomka@sgh.waw.pl](mailto:aslomka@sgh.waw.pl)

<sup>1</sup> Dane zostały udostępnione przez Fundację Liderów Biznesu, która opracowała raport dotyczący udziału kobiet we władzach spółek giełdowych w latach 2012–2015.

Artykuł rozpoczyna się od przeglądu literatury dotyczącej obecności kobiet w radach spółek oraz sformułowania hipotez badawczych. Następnie przedstawiono metodologię oraz próbę badawczą. W kolejnym punkcie dokonano prezentacji wyników badań nad czynnikami determinującymi udział kobiet w radach nadzorczych i zarządach spółek giełdowych w Polsce. Opracowanie kończą wnioski.

## 1. Przegląd literatury przedmiotu i hipotezy badawcze

Szereg badań empirycznych<sup>2</sup> jednoznacznie potwierdza, że zwiększenie udziału kobiet na najwyższych stanowiskach w spółkach publicznych jest jednym z czynników poprawiających ich wyniki finansowe. Ze względu na potencjalny problem endogeniczności [Adams, Ferreira, 2009] w literaturze przedmiotu podjęto poszukiwania zmiennej pośredniczącej. Z analiz empirycznych wynika, że obecność kobiet w organach spółek wpływa na ich wyniki finansowe poprzez poprawę jakości ładu korporacyjnego.

Różnorodność pod względem płci w radach nadzorczych i zarządach przyczynia się do poprawy funkcjonowania organów spółki [Fondas, Salsalos, 2000]. Dzieje się tak, ponieważ obecność kobiet w radach i zarządach ulepsza proces decyzyjny organów spółki i w ten sposób poprawia jakość podejmowanych przez spółkę decyzji [Terjesen i inni, 2009]. Kobiety są bardziej otwarte w dialogu z różnymi stronami zainteresowanymi działalnością danej spółki, co poprawia dynamikę funkcjonowania organów spółki [Croson, Buchan, 1999]. Rady nadzorcze, w których udział kobiet jest wyższy, są skrupulatniejsze w wykonywaniu swoich obowiązków i aktywniejsze w nadzorowaniu spółki, choć mają większą awersję do ryzyka. Wyższy udział kobiet we władzach to skuteczniejszy nadzór oraz sprawniejszy system zarządzania ryzykiem. Bardziej zrównoważone pod względem płci rady i zarządy oznaczają również lepszy ład korporacyjny i wyższy poziom przestrzegania norm etycznych, w efekcie spółki rzadziej popadały w kłopoty w okresie kryzysu finansowego [Adams, 2012].

Czynnikiem, który może istotnie wpływać na udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych, jest wielkość spółki. W przypadku liczniejszych rad czy zarządów wydaje się, że jest większa otwartość na dobranie bardziej różnorodnych członków pod względem doświadczenia, kompetencji czy umiejętności. Takie różnorodne organy mogą prowadzić bardziej pogłębioną, efektywną dyskusję. Jeśli skład organów spółki jest niemal jednorodny pod względem płci, wieku, doświadczenia i kompetencji to posiedzenia rady mogą ograniczać się do niemalże „rytualnego” zatwierdzania (odrzućcia) uprzednio przygotowanych rozstrzygnięć. Z analiz

<sup>2</sup> Przegląd 140 badań empirycznych przeprowadzonych w oparciu o dane za lata 1989–2014 z 90 000 spółek z 35 krajów opracowany przez [Post, Byron, 2015].

empirycznych Adamsa i Ferreiry [2009] wynika, że im większa reprezentacja kobiet w radach, tym częściej mają one swoje posiedzenia, a także członkowie rady zgłaszają mniej nieobecności na posiedzeniach. Stąd,

H1: Im bardziej liczne organy spółki, tym wyższy w nich udział kobiet.

Im większy udział kobiet w organach spółek z branż, które są bardziej sfeminizowane, tym lepsze wykorzystanie istniejących zasobów ludzkich. Sięganie do większej puli talentów w ramach zasobów organizacyjnych poprzez angażowanie kobiet na wyższe stanowiska w spółce oznacza podnoszenie jej konkurencyjności wobec innych podmiotów z tej samej branży. Zwiększenie obecności kobiet w zarządach i radach nadzorczych pozwala wzbogacić kapitał ludzki organizacji, na który składa się szereg elementów, m.in. edukacja, kompetencje i doświadczenia poszczególnych członków tych ciał. W rezultacie organy mają szansę na wypracowanie lepszych decyzji [Adams, Ferreria, 2009]. Badania empiryczne pokazują, że kobiety są równie dobrze wykwalifikowane jak mężczyźni, zasiadając we władzach spółek publicznych, przy czym częściej legitymują się dyplomem studiów MBA, międzynarodowym doświadczeniem zawodowym oraz w Polsce kwalifikacjami biegłego rewidenta (65% wszystkich osób z uprawnieniami biegłego rewidenta) niż mężczyźni. Z drugiej strony istnieje mniejsze prawdopodobieństwo posiadania przez nie doświadczenia w pracy na stanowisku dyrektora generalnego (CEO) czy dyrektora operacyjnego (COO) [Singh i inni, 2008].

H2: Im bardziej sfeminizowane branże pod względem zatrudnienia, tym wyższy udział kobiet w organach spółek.

Kolejną determinantą udziału kobiet w organach spółek jest wielkość spółki. Rosnąca wielkość firmy powinna zwiększać szansę na skorzystanie z polityki różnorodności promowanej przez Kodeksy Ładu korporacyjnego. Większe spółki lepiej dostosowują się do Dobrych praktyk Ładu korporacyjnego.

H3: Im większa spółka, tym wyższy udział kobiet w jej organach.

Koncentracja własności może również decydować o udziale kobiet w organach spółki. Fama i Jensen [1983] podkreślają, że w spółkach działających w ramach otwartego systemu kontroli nad korporacją, który charakteryzuje się rozproszoną własnością, potencjalny konflikt interesów między menedżerami i akcjonariuszami jest większy niż w spółkach z wysoką koncentracją własności. Może to oznaczać, że różnorodność organów spółki rośnie w sytuacji rozproszonego akcjonariatu, ponieważ dzięki temu akcjonariusze bardziej skrupulatnie mogą monitorować kadrę zarządzającą.

H4: Im mniejsza koncentracja własności w rękach jednego akcjonariusza, tym wyższy udział kobiet w radzie nadzorczej.

Podobnie obecność inwestorów instytucjonalnych w spółce prowadzi zwykle do bardziej skrupulatnego nadzoru, gdyż mają oni do dyspozycji podczas monitorowania działalności spółki odpowiednie zasoby finansowe i ludzkie. Badania empiryczne wskazują na kilka aspektów tego wpływu. W spółkach z większym udziałem tego typu inwestorów we własności występuje silniejszy związek między wynagrodzeniami i wynikami ekonomicznymi [Hartzel, Starks, 2003]. Może to skłaniać inwestorów instytucjonalnych do nominowania kobiet w szeregi rady nadzorczej, które jak pokazują badania empiryczne zwykle bardziej skrupulatnie wywiązują się ze swoich obowiązków powierniczych. Inwestorzy instytucjonalni, zarówno finansowi, jak i branżowi, dbają o bardziej zrównoważone rady i zarządy pod względem płci, zakładając, że jest to jeden z elementów świadczących o wysokich standardach nadzoru korporacyjnego.

H5: Im większe zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych, zarówno finansowych, jak i branżowych (inwestorów strategicznych), tym większy udział kobiet w organach spółek.

W tablicy 1 przedstawione zostały zmienne determinujące udział kobiet w organach spółki.

**Tablica 1. Determinanty udziału kobiet w organach spółki**

Determinanta udziału kobiet w radach nadzorczych i zarządach	Sposób pomiaru	Przewidywany charakter zależności
Wielkość rady nadzorczej i zarządu	Liczba członków rady nadzorczej i zarządu	+
Wielkość spółki	Wielkość przychodów, wielkość kapitalizacji spółki	+
Stopień sfeminizowania branży	Liczba kobiet zatrudnionych na niższych stanowiskach niż zarząd	+
Koncentracja własności	Wielkość pakietu akcji banku w rękach największego akcjonariusza	-
Rodzaj akcjonariusza	Inwestor instytucjonalny: finansowy i branżowy	+

Źródło: Opracowanie własne.

## 2. Metodologia badania i opis próby

W celu weryfikacji sformułowanych hipotez badawczych został zastosowany nieparametryczny test Kruskala-Wallisa. Czynnikiem różnicującym zmienną objaśnianą – udział kobiet w zarządzie i radzie nadzorczej spółki giełdowej – jest odpowiednia zmienna objaśniająca (tab. 1). Hipoteza

zerowa mówi o zgodności rozkładów badanych grup. Wartości p-value poniżej poziomu istotności 0,01 świadczą o odrzuceniu hipotezy zerowej na korzyść hipotezy alternatywnej, która wskazuje na występowanie istotnych różnic pomiędzy średnimi wartościami badanej cechy.

Analiza czynników determinujących obecność kobiet w zarządach i radach nadzorczych została dokonana na podstawie badań przeprowadzonych na próbie wszystkich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Źródłem informacji o składzie organów spółek w latach 2012–2014 były coroczne sprawozdania finansowe, sprawozdania zarządu z działalności oraz sprawozdania rad nadzorczych z działalności. Dla roku 2015 były to strony internetowe według stanu z dnia 27.11.2015. Strona internetowa Ministerstwa Skarbu Państwa posłużyła do pozyskania informacji na temat struktury spółek z co najmniej 25% udziałem Skarbu Państwa.

### **3. Czynniki determinujące udział kobiet w organach spółek giełdowych – wyniki badań empirycznych**

Analizy statystyczne pokazują, że udział kobiet w organach spółek giełdowych różni się istotnie statystycznie w zależności od wielkości spółki, branży w której działa, wielkości organów spółki oraz struktury akcjonariatu, w szczególności od rodzaju akcjonariusza dominującego. Z przeprowadzonych badań empirycznych wynika, że czynnikiem determinującym obecność kobiet w organach władzy spółek giełdowych jest wielkość spółki. Najlepiej zależność tę oddają dwie miary wielkości spółki: przychody i kapitalizacja. Wyniki analiz nie potwierdzają, że duże spółki w większym stopniu stosują się do Dobrych praktyk ładu korporacyjnego w zakresie polityki różnorodności. Małe i średniej wielkości spółki pod względem wielkości przychodów cechował najwyższy wskaźnik przeciętnego udziału kobiet w zarządach w całym okresie badania. Małe i średniej wielkości spółki zarówno pod względem wielkości przychodów, jak i kapitalizacji raportowały o wyższym przeciętnym udziale kobiet w radach nadzorczych niż największe spółki giełdowe w całym okresie badania i różnice pomiędzy nimi były statystycznie istotne zgodnie z wynikami testu statystycznego Kruskala-Wallisa (tab. 2).

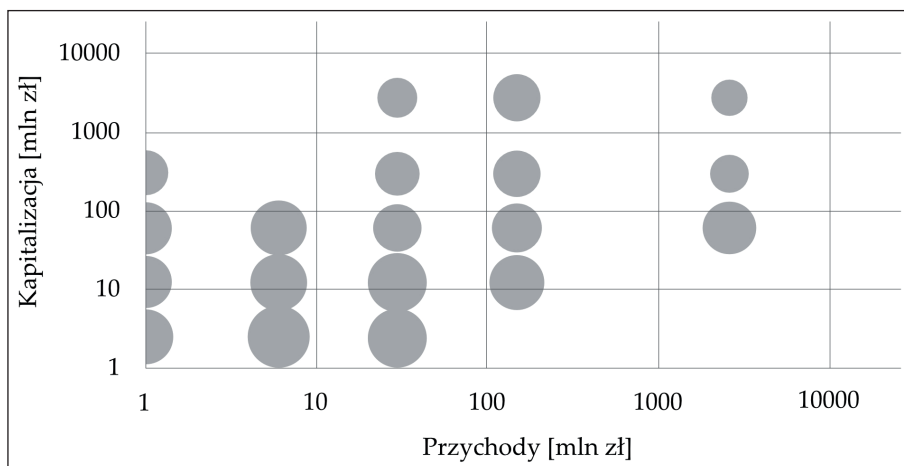
**Tablica 2. Udział kobiet we władzach spółek a wielkość przychodów spółki w latach 2012–2014**

Wielkość przychodów spółki (mld PLN)	Przeciętny udział kobiet w zarządach (%)			Przeciętny udział kobiet w radach nadzorczych (%)		
	2012*	2013*	2014*	2012*	2013*	2014*
(0;2)	10,32%	8,33%	8,14%	19,74%	18,39%	18,77%
(2;10)	13,79%	13,92%	14,00%	20,93%	20,93%	21,30%
(10;50)	16,76%	15,71%	14,33%	18,24%	17,66%	16,98%
(50;250)	7,62%	8,83%	11,94%	14,32%	13,86%	15,06%
(250;5000)	8,34%	9,81%	8,85%	11,47%	12,36%	11,50%

Kruskal-Wallis test\*:  $p = 0,000$ 

Źródło: Opracowanie własne, dane z Fundacji Liderki Biznesu.

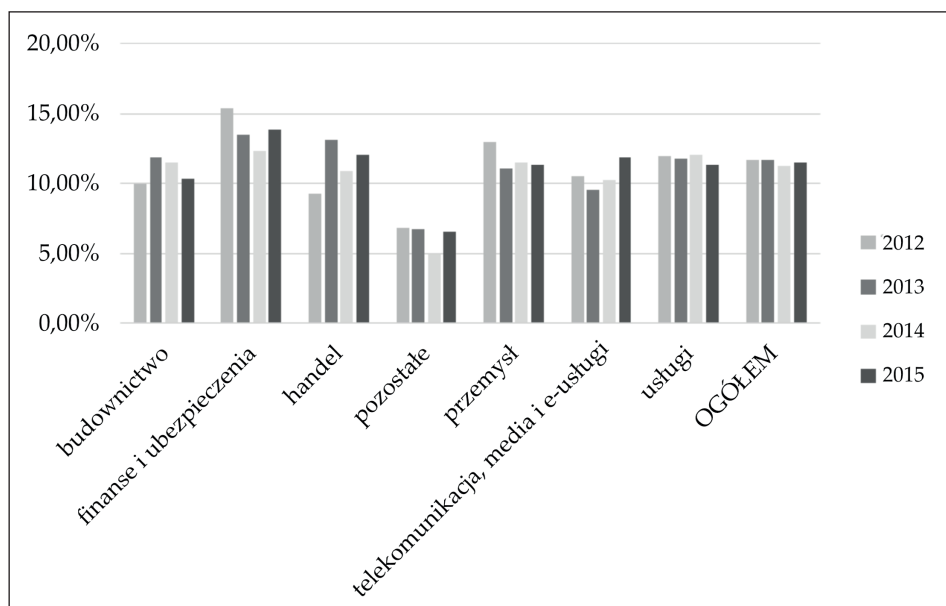
Warto jednak zwrócić uwagę, że przeciętny udział kobiet w radach nadzorczych małych spółek pod względem wielkości obrotu (ale również kapitalizacji) był i tak niemal dwa razy większy niż przeciętny udział kobiet w zarządach. Przeciętny udział kobiet w radach nadzorczych był najwyższy w spółkach małych i średnich. Może to wynikać jednak z tego, że małe spółki mają najmniejsze rady, najczęściej liczące pięć osób. W większości rad nadzorczych spółek giełdowych była tylko jedna kobieta. Generalnie przeciętny udział kobiet we władzach był największy w spółkach o najmniejszej kapitalizacji oraz w spółkach o najmniejszych oraz średnich przychodach (rys. 1).

**Rysunek 1. Przeciętny udział kobiet we władzach spółki a kapitalizacja i wartość przychodów spółki w roku 2015**

Źródło: Opracowanie własne, dane z Fundacji Liderki Biznesu.

Udział kobiet we władzach spółek giełdowych wykazywał zróżnicowanie ze względu na przynależność branżową spółek (rys. 2). Choć jest ono w miarę upływu czasu w okresie badania coraz mniejsze. W przypadku zarządów najwyższy wskaźnik zróżnicowania ujawnił się w sektorze finansów i ubezpieczeń, gdzie niższe stanowiska są najczęściej zajmowane przez kobiety. Najniższy udział kobiet w zarządach cechował sektory: telekomunikację, media i e-usługi, budownictwo oraz pozostałe, wśród których dominowały spółki technologiczne. Członkowie zarządów spółek giełdowych z branży telekomunikacyjnej i mediów należeli w ostatnich latach do najlepiej opłacanych w Polsce [PwC, 2015], stąd może być duża konkurencja pomiędzy kandydatami na najwyższe stanowiska. W dwóch ostatnich branżach: handlowej i przemysłowej, znalazło się niewiele kobiet na wszystkich szczeblach organizacji. Największą dynamikę wskaźnika obserwowano w latach 2012–2015 w sektorze handlu oraz finansów i ubezpieczeń.

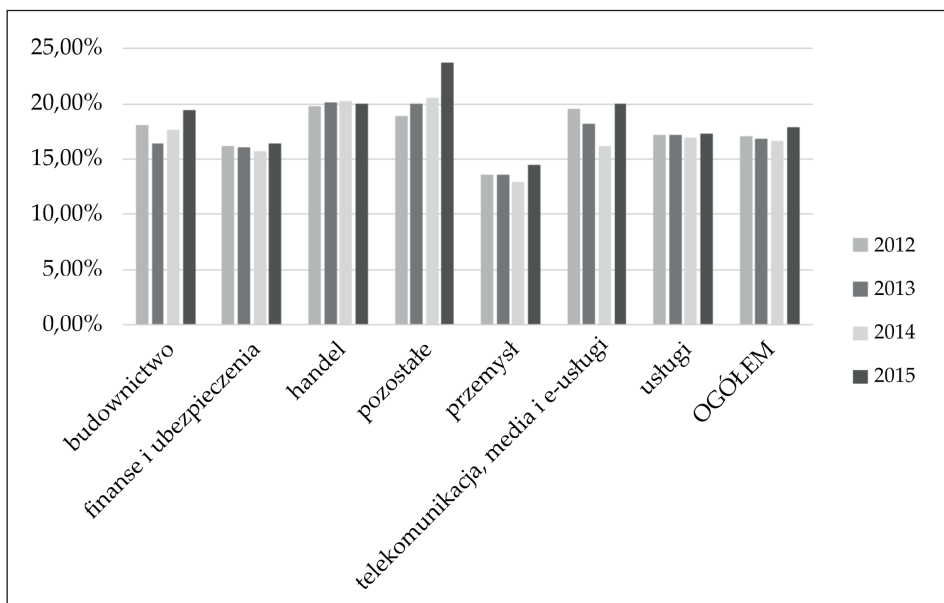
**Rysunek 2. Udział kobiet w zarządach według branż w poszczególnych latach 2012–2015**



Źródło: Opracowanie własne, dane z Fundacji Liderki Biznesu.

Dla rad nadzorczych wskaźnik udziału kobiet wykazywał mniejsze zróżnicowanie zarówno pomiędzy branżami, jak i w obrębie tej samej branży pomiędzy latami niż dla zarządów. Największy udział kobiet w radach nadzorczych występował w spółkach handlowych, a najniższy w przemysłowych.

**Rysunek 3. Udział kobiet w radach nadzorczych według branż w poszczególnych latach 2012–2015**



Źródło: Opracowanie własne, dane z Fundacji Liderki Biznesu.

Wyniki różnych analiz przeprowadzonych w innych krajach demonstrują, że im większa rada dyrektorów, tym więcej kobiet nominowanych jest do władz spółek giełdowych. W Polsce okazuje się, że taka prawidłowość może nie występować. Dane pokazują, że największy udział kobiet w zarządach był w spółkach, których liczebność zarządu była w połowie mniejszych organów spośród organów większych niż mediana, co oznaczało zarządy liczące pomiędzy dwóch a czterech członków. W przypadku rad nadzorczych największy udział miały kobiety w spółkach, których organ nadzorczy był nie mniejszy niż mediana, czyli liczące najczęściej pięciu członków. Takie wyniki są najczęściej skutkiem tego, że liczba kobiet zarówno w zarządach, jak i radach nadzorczych nie była większa niż jeden.

Specyfika rynku kapitałowego w Polsce i charakteru jego rozwoju sprawia, że większość dużych spółek giełdowych jest kontrolowanych przez jednego akcjonariusza większościowego. Na podstawie analizy danych można jedynie stwierdzić, że największy udział kobiet jest w radach nadzorczych spółek, których znaczący akcjonariusz kontroluje nie mniej niż 33% akcji, ale nie więcej niż 50%. Można to interpretować jako wskazanie, że większy pakiet akcji w rękach akcjonariuszy mniejszościowych przyczynia się do zwiększania zróżnicowania struktury organu nadzorczego pod względem płci.



**Tablica 3. Przeciętny procentowy udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych a wielkość organów spółki w latach 2012–2015**

Liczebność organu spółki (zarządu i rady nadzorczej)	Przeciętny udział kobiet w zarządach (%)				Przeciętny udział kobiet w radach nadzorczych (%)			
	2012*	2013*	2014*	2015*	2012*	2013*	2014*	2015*
Mniejsza lub równa niż mediana	10,95	10,41	9,29	10,11	18,92	18,36	18,01	18,75
Połowa mniejszych organów spośród organów większych niż mediana	14,32	14,59	15,90	13,77	12,26	12,87	12,81	14,64
Połowa większych organów spośród organów większych niż mediana	8,19	10,07	9,84	13,06	11,35	12,48	13,20	19,94

Kruskal-Wallis test\*:  $p = 0,000$

Źródło: Opracowanie własne, dane z Fundacji Liderów Biznesu.

**Tablica 4. Udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych spółek w zależności od stopnia skoncentrowania akcji w rękach jednego znaczącego akcjonariusza w latach 2012–2015**

Stopień koncentracji akcjonariatu w rękach największego akcjonariusza	Przeciętny udział kobiet w zarządach (%)				Przeciętny udział kobiet w radach nadzorczych (%)			
	2012	2013	2014	2015*	2012	2013*	2014*	2015*
Pakiet poniżej 33% akcji	13,50	10,57	10,61	10,09	12,27	13,65	12,34	12,87
Pakiet (33%; 50%)	14,66	10,94	11,27	12,73	13,96	16,51	17,48	15,69
Pakiet powyżej 50%	12,37	14,59	12,88	14,04	12,76	11,61	11,93	15,34

Kruskal-Wallis test\*:  $p = 0,05$

Źródło: Opracowanie własne, dane z Fundacji Liderów Biznesu.

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych jest wiele spółek kontrolowanych przez zagranicznego akcjonariusza większościowego. W efekcie część rozwiązań w zakresie ładu korporacyjnego może być narzucona przez spółkę dominującą w grupie kapitałowej, do której należy spółka notowana na giełdzie w Warszawie. Jednak analiza danych nie pozwala stwierdzić, że spółki zagraniczne w większym stopniu dbają o wprowadzenie w życie zasady ładu korporacyjnego dotyczącego zrównoważonego udziału kobiet i mężczyzn w organach spółek. Udział kobiet w radach nadzorczych był największy w spółkach z udziałem Skarbu Państwa i spółkach rodzinnych w roku 2012 i w latach 2014–2015. Wyniki przedstawione w tablicy 5 są zgodne z naszymi obserwacjami, że udział

kobiet w zarządach był najniższy w spółkach z udziałem Skarbu Państwa, a największy w spółkach rodzinnych i innych spółkach kontrolowanych przez inwestora krajowego.

**Tablica 5. Udział kobiet w zarządach i radach nadzorczych władzach spółek według typu akcjonariusza**

Typ największego akcjonariusza	Przeciętny udział kobiet w zarządach (%)				Przeciętny udział kobiet w radach nadzorczych (%)			
	2012	2013	2014	2015*	2012*	2013	2014*	2015*
Firma rodzinna	16,63	14,80	14,31	13,69	16,16	15,49	15,28	15,30
Inwestor krajowy	13,55	13,36	13,19	17,78	13,87	13,09	13,00	16,61
Skarb Państwa	14,49	4,44	3,00	6,46	11,55	19,33	19,39	20,79
Inwestor zagraniczny	10,3	11,87	10,81	9,82	10,30	10,76	10,37	11,65
Akcjonariat rozproszony (największy akcjonariusz posiada mniej niż 25%)	11,79	9,80	9,26	9,05	10,59	12,66	11,88	12,77

Kruskal-Wallis test\*:  $p = 0,05$

Źródło: Opracowanie własne, dane z Fundacji Liderów Biznesu.

## Zakończenie

Dotychczasowe badania empiryczne potwierdzają jednoznacznie, że zwiększenie udziału kobiet na najwyższych stanowiskach w spółkach publicznych jest jednym z czynników poprawiających ich wyniki z działalności. Wynika to z następujących zależności. Obecność kobiet we władzach poprawia proces podejmowania decyzji, co może wpływać pozytywnie na wyniki spółki. Wprowadzają bardziej różnorodne punkty widzenia w sprawy rozpatrywane przez organy spółek, a dodatkowo są one bardziej otwarte w prowadzeniu dialogu z różnymi stronami zainteresowanymi działalnością spółki. Rady nadzorcze, w których udział kobiet jest wyższy, są bardziej skrupulatne w wykonywaniu swoich obowiązków i bardziej aktywne w nadzorowaniu spółki, choć mają większą awersję do ryzyka. Poprawa finansowych wyników spółki wiąże się również ze skuteczniejszym nadzorem nad spółką, a także sprawniejszym system zarządzania ryzykiem, kiedy udział kobiet we władzach jest wyższy. Bardziej zrównoważone rady i zarządy pod względem płci oznaczają również skuteczniejszy ład korporacyjny i wyższy poziom przestrzegania norm etycznych, co ma wpływ na wyniki spółki.

Upowszechnianie polityki zrównoważonego udziału kobiet i mężczyzn w organach władzy spółki opiera się na biznesowym uzasadnieniu, że kobiety w zarządach przyczyniają się do wzmocnienia ładu korporacyjnego, a także zwiększają wyniki spółki z działalności [Komisja Europejska, 2012a, s. 5]. Konieczność wprowadzenia kwot wynikająca z projektu dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów niewykonawczych spółek, których akcje są notowane na giełdzie, i odnośnych środków jest uzasadniona względami zwiększenia efektywności działania organów spółki, a nie sprawiedliwości społecznej. W rezultacie wiele krajów Unii Europejskiej wprowadziło kwotę udziału kobiet w radach spółek notowanych na giełdzie lub spółek z udziałem Skarbu Państwa. W 11 państwach członkowskich obowiązują przepisy dotyczące kwot, które w 4 krajach (Francja, Belgia, Włochy i Niemcy) zawierają sankcje za ich nieprzestrzeganie. Holandia i Hiszpania stosują kwoty bez sankcji, a Austria, Dania, Finlandia, Grecja i Słowenia ograniczyły obowiązywanie przepisów do spółek kontrolowanych przez państwo.

Wyniki niniejszych badań dotyczących Polski pokazują, że udział kobiet w organach spółki giełdowej różni się istotnie statystycznie w zależności od wielkości spółki, branży w której działa, wielkości organów spółki oraz struktury akcjonariatu, w szczególności od rodzaju akcjonariusza dominującego. Im mniejsza spółka, im branża bardziej sfeminizowana na niższych stanowiskach w organizacji, im organy władzy, zarówno zarząd, jak i rada mniejsze oraz im silniejszy akcjonariat mniejszościowy, tym wyższy udział kobiet. Obecność kobiet była najsilniejsza w radach nadzorczych w spółkach z udziałem Skarbu Państwa i spółkach rodzinnych. Można to interpretować jako wskazanie, że norma Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW dotycząca polityki różnorodności w latach 2012–2015 nie została zaimplementowana.

## Literatura

- Adams R., Ferreira D. (2009), *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 94, No. 2.
- Adams A. (2012), *Governance and the Financial Crisis*, „International Review of Finance”, Vol. 12, No. 1.
- Croson, R., Buchan N. (1999), *Gender and Culture: International Experimental Evidence from Trust Games*, „American Economic Review”, Vol. 89, No. 2.
- Fondas N., Salsalos S. (2000), *A different voice in the boardroom: How the presence of women directors affects board influence over management*, „Global Focus”, Vol. 12, No. 2.
- Hartzel J., Starks L. (2003), *Institutional investors and executive compensation*, „The Journal of Finance”, Vol. 58, No. 6.

Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów niewykonawczych spółek, których akcje są notowane na giełdzie i odnośnych środków COM(2012) 614 final – 2012/0299 (COD), (2013/C 133/13).

Post C., Byron K. (2015), *Women on Boards and Firm Financial Performance: a Meta-Analysis*, „Academy of Management Journal”, Vol. 58, No. 5.

PwC (2015), *Wynagrodzenia zarządów największych spółek giełdowych w 2014 roku*, Warszawa.

Singh V., Terjensen S., Vinnicombe S. (2008), *Newly appointed directors in the boardroom: How do women and men differ?*, „European Management Journal”, Vol. 26, No. 1.

Terjesen S., Sealy R., Singh V. (2009), *Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 17, No. 3.

## Streszczenie

Szereg analiz biznesowych i badań empirycznych potwierdza jednoznacznie, że zwiększenie udziału kobiet na najwyższych stanowiskach w spółkach publicznych jest jednym z czynników poprawiających ich wyniki z działalności. Obecność kobiet we władzach wspiera proces podejmowania decyzji, co może wpływać pozytywnie na wyniki spółki. Lepsze wyniki finansowe spółki wiążą się również ze skuteczniejszym nadzorem nad spółką, a także sprawniejszym systemem zarządzania ryzykiem, kiedy udział kobiet we władzach jest wyższy. Bardziej zrównoważone rady i zarządy pod względem płci odznaczają się również skuteczniejszym ładem korporacyjnym i wyższym poziomem przestrzegania norm etycznych, co ma wpływ na wyniki spółki. Celem artykułu jest sprawdzenie, jakie czynniki determinują obecność kobiet w organach spółek giełdowych w Polsce. Wyniki badań statystycznych pokazują, że udział kobiet w organach spółek notowanych na GPW różni się istotnie statystycznie w zależności od wielkości spółki, branży w której działa, wielkości organów spółki oraz struktury akcjonariatu, w szczególności od rodzaju akcjonariusza dominującego.

## Słowa kluczowe

polityka różnorodności, kwoty, ład korporacyjny

## Gender diversity policy in the listed companies in Poland (Summary)

A number of studies that aim to prove the value of having women on boards look at the association between ratio of women on boards and firm financial performance (see the survey Kirsch, 2017). The presence of women in governing bodies facilitates the decision-making process, which may positively influence company's results. Higher presence of women in governing bodies means more effective supervision and a better risk management system, which in effect brings an improvement of financial results. Boards which are more balanced from the point of view of gender representation also mean better corporate governance

and a higher degree of observation of ethical standards, which may have an impact on company's results. The aim of the paper is to examine what factors determine the presence of women in the bodies of listed companies in Poland. The results of statistical surveys show that the share of women in the bodies of companies listed on the WSE differs significantly depending on the size of the company, the industry in which it operates, the size of the company's governing bodies and the structure of shareholders, in particular the type of dominant shareholder.

**Keywords**

gender diversity, quotas, corporate governance



**Alina Szewc-Rogalska\***

## **Znaczenie krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych w Polsce**

### **Wstęp**

W warunkach finansjalizacji gospodarki obserwuje się wyraźny wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym oraz w strukturach własnościowych spółek giełdowych. Inwestorzy ci mogą sprawować nadzór korporacyjny zarówno w sposób bezpośredni, jak i stosując strategię wyjścia ze spółek, które nie kreują oczekiwanej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. O rosnącej aktywności inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym świadczy ich coraz większy udział w obrocie akcjami spółek giełdowych. Obserwuje się wyraźne zróżnicowanie tej aktywności w zależności od pochodzenia inwestora instytucjonalnego (krajowy czy zagraniczny) oraz typu inwestora instytucjonalnego (fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe itp.). Przejawy i stopień tego zróżnicowania zależą od wielu czynników, w tym m.in. uwarunkowań prawno-ekonomicznych, specyfiki giełdowego rynku akcji (rynek główny czy rynek NewConnect).

Zarówno w teorii nauk ekonomicznych, jak i w praktyce gospodarczej prowadzona jest wielowątkowa dyskusja dotycząca przedstawionej problematyki. Dyskusja ta koncentruje się m.in. na roli inwestorów instytucjonalnych na rynku akcji, w strukturach własnościowych spółek giełdowych oraz w nadzorze korporacyjnym [Almazan i inni, 2005, s. 5–34; Ferreira, Matos, 2008, s. 499–533; Chen i inni, 2007, s. 279–305; Jeżak, 2010, s. 84; Campbell, 2011, s. 33–54; Szewc-Rogalska, 2012; Çelik, Isaksson, 2013, s. 1–7; Adamska, Urbanek, 2014, s. 81–102]. Problematyka podjęta w niniejszej pracy stanowi zatem próbę włączenia się do tych rozważań naukowych i nawiązuje do dyskusji mieszczącej się w ramach teorii nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*).

Celem artykułu jest określenie znaczenia krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych

---

\* Prof. UR dr hab., Wydział Ekonomii, Uniwersytet Rzeszowski, ul. Ćwiklińskiej 2, 35-601 Rzeszów, aszewc@ur.edu.pl

w Polsce w latach 2007–2016. Cel główny pracy doprecyzowano za pomocą następujących celów cząstkowych:

- przedstawienie sposobów definiowania inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji, ze szczególnym uwzględnieniem specyfiki krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych,
- przeprowadzenie analizy tendencji zmian wartości obrotów akcjami z udziałem wyodrębnionych grup inwestorów instytucjonalnych zarówno na rynku głównym GPW w Warszawie, jak i rynku NewConnect,
- określenie udziału krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji w Polsce,
- rozpoznanie zróżnicowania struktury krajowych inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w obrocie akcjami spółek giełdowych.

Jako obiekt badań przyjęto krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, wyodrębnionych zgodnie z metodyką stosowaną na GPW w Warszawie. Metodyka ta opiera się na bardzo szerokim ujmowaniu inwestorów instytucjonalnych, co zostanie szerzej omówione w dalszej części artykułu. Podstawę badań empirycznych stanowią dane dotyczące wartości obrotów akcjami (od obu stron transakcji) z udziałem różnych typów inwestorów. Dane te są udostępniane przez GPW w Warszawie.

Dokonując wyboru metod badawczych, uwzględniono zarówno konieczność realizacji przyjęto celu głównego i celów szczegółowych, jak i specyfikę zebranego materiału empirycznego<sup>1</sup>. Do dalszego zastosowania w niniejszej pracy przyjęto zatem następujące metody badawcze:

- badanie zmian wartości obrotów akcjami za pomocą wskaźników dynamiki (o podstawie stałej, o podstawie zmiennej oraz średni wskaźnik dynamiki wyznaczony jako średnia geometryczna),
- badanie struktury wartości obrotów akcjami w różnych przekrojach, tj. ze względu na typ inwestorów (instytucjonalni czy indywidualny), pochodzenie inwestorów instytucjonalnych (krajowi czy zagraniczni) oraz rodzaj krajowych inwestorów instytucjonalnych (szczegółowa klasyfikacja tych inwestorów zostanie omówiona w dalszej części niniejszej pracy),
- analiza porównawcza kształtowania się dynamiki i struktury wartości obrotów akcjami przy zastosowaniu różnych podstaw porównań (analiza w czasie, analiza porównawcza między inwestorami oraz analiza na odmiennych rynkach, tj. rynku głównym GPW w Warszawie oraz rynku NewConnect).

<sup>1</sup> Kwestia doboru metod badawczych w naukach ekonomicznych, zwłaszcza problem określenia, kiedy je stosować i w jakim zakresie, jest przedmiotem dyskusji w pracy: [Flejterski, 2007, s. 19–28].



## 1. Sposoby definiowania inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji

W literaturze występują trzy różne sposoby definiowania inwestorów instytucjonalnych. Do inwestorów instytucjonalnych w wąskim ujęciu należą fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i towarzystwa ubezpieczeniowe [Zamojska-Adamczak, 2006, s. 269–280; Sławiński, 2006; Adamska, Urbanek, 2014, s. 81–102]. Natomiast w szerszym ujęciu do tej grupy inwestorów – obok wymienionych – zalicza się również banki komercyjne i inwestycyjne [Dębski, 2007, s. 550].

W najszerszym ujęciu do inwestorów instytucjonalnych należą wszystkie podmioty dokonujące operacji na rynku kapitałowym, które nie są inwestorami indywidualnymi. Do inwestorów instytucjonalnych zalicza się zatem zarówno instytucje finansowe, jak i przedsiębiorstwa [Dziawgo, 2011, s. 41]. Takie ujęcie inwestorów instytucjonalnych znajduje odzwierciedlenie w statystykach prezentowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. W tych statystykach wyodrębnia się trzy rodzaje inwestorów biorących udział w obrocie instrumentami finansowymi, a mianowicie: krajowych inwestorów instytucjonalnych, zagranicznych inwestorów zagranicznych oraz inwestorów indywidualnych.

Do krajowych inwestorów instytucjonalnych zalicza się podmioty, które są zarejestrowane w Polsce i w pełni podlegają polskiemu prawu, przy czym niektóre z nich mają zagranicznych właścicieli [Dobosiewicz, 2013, s. 92]. Wśród krajowych inwestorów instytucjonalnych wyróżnia się następujące kategorie podmiotów: otwarte fundusze emerytalne, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, towarzystwa ubezpieczeniowe, banki, przedsiębiorstwa niefinansowe, firmy typu asset management, animatorów, domy maklerskie na własny rachunek oraz pozostałych krajowych inwestorów instytucjonalnych [Zagregowane wyniki..., 2017].

Wśród zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na światowych rynkach kapitałowych najczęściej występują wielkie fundusze inwestycyjne z Wielkiej Brytanii, Francji, Stanów Zjednoczonych, Luksemburga i kilku innych krajów zachodnioeuropejskich. Do zagranicznych funduszy wspólnego inwestowania należą nie tylko fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne, ale także inne typy funduszy, np. państwowe fundusze inwestycyjne (Sovereign Wealth Funds). Największe fundusze wspólnego inwestowania powstały w Stanach Zjednoczonych i należą do nich m.in.: Vanguard, Fidelity, American Funds, BlackRock, PIMCO, Franklin Templeton, J.P. Morgan. Natomiast europejskie fundusze inwestycyjne są – pod względem wielkości posiadanych aktywów – mniejsze niż fundusze amerykańskie. Największe fundusze europejskie mają siedzibę w Luksemburgu, co wynika ze względów podatkowych. Na drugim miejscu jest

Francja, a następnie Niemcy i Wielka Brytania. W Polsce wśród inwestorów zagranicznych zdecydowanie dominują inwestorzy z Wielkiej Brytanii i Francji [Dobosiewicz, 2013, s. 137].

## 2. Dynamika wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym GPW w Warszawie

W 2016 r. wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych wynosiła 330 mld zł (zob. tab. 1). Ich wartość kształtowała się na zbliżonym poziomie jak w 2007 r. Najwyższą wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych odnotowano w 2011 r. Wynosiła ona wówczas 409 mld zł i była o 28% wyższa w porównaniu do 2007 r.

**Tablica 1. Wartość obrotów akcjami na rynku głównym GPW w Warszawie (w mld zł)**

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Instytucjonalni	320	259	244	333	409	309	374	357	358	330
z tego:										
– krajowi	168	123	123	140	173	130	167	156	149	127
– zagraniczni	152	136	120	193	236	180	207	201	210	203
Indywidualni	135	55	90	81	93	66	66	53	49	49
Razem	455	314	333	414	501	375	440	411	407	379

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Zagregowane wyniki..., 2017].

Kształtowanie się wartości obrotów akcjami było zróżnicowane w zależności od typu inwestora instytucjonalnego (krajowy czy zagraniczny). Wartość obrotów akcjami w udziale krajowych inwestorów instytucjonalnych w 2016 r. wynosiła 127 mld zł, a zatem była niższa o ponad 24% w porównaniu do 2007 r. Najwyższą wartość obrotów odnotowano w 2011 r. Wynosiła ona wówczas 173 mld zł i była wyższa zaledwie o 3% w stosunku do 2007 r.

W 2016 r. zagraniczni inwestorzy instytucjonalni uczestniczyli w obrocie akcjami o wartości 203 mld zł, czyli wyższej o 33% w porównaniu do 2007 r. Obroty o najwyższej wartości (236 mld zł) zrealizowano w 2011 r. Były one o 55% wyższe w porównaniu do 2007 r.

W badanym okresie średni wskaźnik dynamiki wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym GPW w Warszawie wynosił 100%, a zatem przeciętny roczny wzrost wartości tych obrotów wynosił 0% (tab. 2). W przypadku inwestorów zagranicznych przeciętny wzrost wartości obrotów akcjami wynosił 3%, a w przypadku inwestorów krajowych odnotowano spadek przeciętnie

o 3%. W analogicznym okresie wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów indywidualnych obniżała się średnio o 11%.

**Tablica 2. Dynamika wartości obrotów akcjami na rynku głównym GPW w Warszawie (rok poprzedni = 100%)**

Inwestorzy	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Średnio
Instytucjonalni	81	94	137	123	76	121	95	100	92	100
z tego:										
– krajowi	73	101	113	124	75	129	93	95	86	97
– zagraniczni	90	88	161	122	76	115	97	104	97	103
Indywidualni	41	163	90	115	71	100	81	91	101	89
Razem	69	106	124	121	75	117	93	99	93	98

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych tablicy 1.

Dynamika wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych wykazywała duże zróżnicowanie w poszczególnych latach badanego okresu. W 2008 r. wartość obrotów obniżyła się o 19% w porównaniu do roku poprzedniego, co było związane z bardzo niekorzystną koniunkturą na GPW w Warszawie. W warunkach kryzysu finansowego stopa zwrotu z WIG kształtowała się na wyjątkowo niskim poziomie wynoszącym  $-51,1\%$  [Rocznik Giełdowy, 2017]. Pod wpływem tych dużych zawirowań na rynku kapitałowym inwestorzy instytucjonalni znacząco zmienili swoje prognozy i ocenę ryzyka. Konsekwencją tego było kolejne obniżenie wartości obrotów akcjami z udziałem tych inwestorów. Wartość tych obrotów w 2009 r. obniżyła się o 6% w porównaniu do 2008 r.

Bardzo wysoka stopa zwrotu z WIG w 2009 r. wynosząca  $46,9\%$  [Rocznik Giełdowy, 2017] spowodowała radykalne zmiany w zachowaniu inwestorów instytucjonalnych. Nastąpił bardzo wyraźny wzrost zainteresowania zakupem akcji spółek notowanych na rynku głównym. W konsekwencji odnotowano w 2010 r. wyjątkowo wysoki wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem tych inwestorów, tj. o 37% w porównaniu do roku poprzedniego. Pewne osłabienie tej korzystnej tendencji wystąpiło w 2011 r. W tym okresie nastąpiło bowiem wyraźne pogorszenie koniunktury giełdowej, czego odzwierciedleniem był bardzo niski poziom stopy zwrotu z WIG wynoszący  $-20,8\%$ . Z tego powodu znacznie zmniejszyło się zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych zakupem akcji, a w konsekwencji nastąpił bardzo znaczący spadek wartości tych obrotów w 2012 r., tj. o 24% w porównaniu do roku poprzedniego. Kolejne lata badanego roku również charakteryzowały się zróżnicowaną dynamiką wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych, zależną w bardzo dużym stopniu od koniunktury giełdowej.

Zróznicowanie dynamiki wartości obrotów akcjami w badanym okresie obserwowano zarówno w przypadku krajowych, jak i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. W 2008 r. wartość obrotów akcjami z udziałem polskich inwestorów instytucjonalnych obniżyła się o 27% w porównaniu do roku poprzedniego. Z kolei w latach 2009–2011 wartość tych obrotów systematycznie wzrastała, zwłaszcza w 2011 r. Z kolei w 2012 r. odnotowano spadek wartości tych obrotów o 25% w porównaniu do roku poprzedniego. Wyraźny wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych zaobserwowano w 2013 r. (o 29%). Natomiast w latach 2014–2016 spadek wartości tych obrotów wynosił od 5% do 14%.

Tendencje zmian wartości obrotów akcjami z udziałem zagranicznych inwestorów instytucjonalnych były zazwyczaj analogiczne jak tendencje obserwowane w przypadku krajowych inwestorów instytucjonalnych. Natomiast skala tych zmian była nieco odmienna. Spadek wartości tych obrotów obserwowano w latach 2008–2009 (o około 10–12% średnio w roku), a przede wszystkim w 2012 r. – o 24% w porównaniu do roku poprzedniego. Wyjątkowo wysoki wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem zagranicznych inwestorów instytucjonalnych odnotowano w 2010 r. i 2011 r. Wynosił on odpowiednio: 61% i 22%.

### 3. Dynamika wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku NewConnect

Inwestorzy instytucjonalni są bardzo aktywnymi uczestnikami obrotu akcjami nie tylko na rynku głównym, ale również na dynamicznie rozwijającym się rynku NewConnect. W 2016 r. wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku NewConnect wynosiła 646 mln zł (tab. 3). Ich wartość kształtowała się na poziomie 50-krotnie wyższym niż w 2007 r. Najwyższą wartość obrotów akcjami z udziałem tych inwestorów odnotowano w 2011 r. Wynosiła ona wówczas 858 mln zł i była 66-krotnie wyższa w porównaniu do 2007 r.

**Tablica 3. Wartość obrotów akcjami na rynku NewConnect GPW (w mln zł)**

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inwestorzy instytucjonalni	13	68	118	406	858	612	589	731	882	646
z tego:										
– krajowi	8	54	99	330	746	384	457	557	658	454
– zagraniczni	5	14	19	76	112	228	132	174	224	192
Inwestorzy indywidualni	143	755	962	2772	2860	1761	1291	1709	2562	1749
Razem	156	823	1080	3178	3718	2373	1880	2440	3444	2395

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Zagregowane wyniki..., 2017].

Kształtowanie się wartości obrotów akcjami było zróżnicowane w zależności od typu inwestora instytucjonalnego (krajowy czy zagraniczny). Wartość obrotów akcjami w udziale krajowych inwestorów instytucjonalnych w 2016 r. wynosiła 454 mln, a zatem była 57-krotnie wyższa w porównaniu do 2007 r. Najwyższą wartość obrotów odnotowano w 2011 r. Wynosiła ona wówczas 746 mln zł i była 93-krotnie wyższa w stosunku do 2007 r.

W 2016 r. zagraniczni inwestorzy instytucjonalni uczestniczyli w obrocie akcjami o wartości 192 mln zł, czyli 38-krotnie wyższej w porównaniu do 2007 r. Obroty o najwyższej wartości (228 mln zł) zrealizowano w 2012 r. Były zatem 46-krotnie wyższe w porównaniu do 2007 r.

W badanym okresie wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku NewConnect wzrastała średnio o 46% (tab. 4). W przypadku inwestorów zagranicznych przeciętny wzrost wartości obrotów akcjami wynosił 57%, a w przypadku inwestorów krajowych 50%. W analogicznym okresie wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów indywidualnych wzrastała średnio o 32%.

**Tablica 4. Dynamika wartości obrotów akcjami na rynku NewConnect (rok poprzedni = 100%)**

Inwestorzy	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Średnio
Instytucjonalni	332	240	253	220	53	122	116	121	73	146
z tego:										
– krajowi	675	183	333	226	52	119	122	118	69	157
– zagraniczni	280	136	400	147	204	58	132	129	86	150
Indywidualni	528	127	288	103	62	73	132	150	68	132
Razem	523	174	344	211	71	96	124	121	73	154

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych tablicy 3.

Dynamika wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku NewConnect była zdecydowanie najwyższa w latach 2008–2011. W 2008 r. wartość tych obrotów wzrosła 3,3-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. Jest to związane przede wszystkim z bardzo dynamicznym rozwojem rynku NewConnect, zwłaszcza w początkowym okresie jego funkcjonowania. W 2008 r., czyli w drugim roku funkcjonowania tego rynku, liczba notowanych spółek wzrosła 3,5-krotnie.

Należy zaznaczyć, że w 2008 r. – z uwagi na kryzys finansowy – stopa zwrotu z indeksu NCIndeks kształtowała się na wyjątkowo niskim poziomie, wynoszącym –73,5% [Rocznik Giełdowy, 2017]. Pomimo tak niekorzystnej stopy zwrotu z indeksu obejmującego wszystkie spółki notowane na rynku NewConnect inwestorzy instytucjonalni nadal wykazywali duże zainteresowanie inwestowaniem w akcje tych spółek. Inwestorzy ci

wysoko wyceniali akcje spółek notowanych na tym rynku. Świadczy o tym m.in. bardzo wysoki poziom wskaźnika P/BV. Cena rynkowa akcji kształtowała się na poziomie 18-krotnie wyższym od wartości księgowej akcji. Duża aktywność inwestorów instytucjonalnych spowodowała, że w 2009 r. odnotowano 2,4-krotny wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem tych inwestorów. W latach 2010–2011 dynamika wartości tych obrotów utrzymywała się na zbliżonym poziomie.

Należy dodać, że w początkowym okresie funkcjonowania rynku NewConnect dużą rolę w stymulowaniu obrotów akcjami odegrali krajowi inwestorzy instytucjonalni, zwłaszcza tzw. animatorzy rynku. Są to podmioty, głównie domy maklerskie, które podpisują odpowiednie umowy z Zarządem Giełdy. Składają oni liczne zlecenia zakupu lub sprzedaży w sytuacji, gdy zostały złożone tylko przeciwne zlecenia przez innych uczestników rynku NewConnect. Animatorzy zawierają transakcje, np. kupując akcje przedsiębiorstw i licząc na możliwość szybkiej ich sprzedaży, zwykle po odpowiednio wyższej cenie [Dobosiewicz, 2013, s. 182].

W 2011 r. stopa zwrotu z indeksu NCIndeks kształtowała się na bardzo niskim poziomie, wynoszącym  $-34,4\%$  [Rocznik Giełdowy, 2017]. W bardzo dużym stopniu przełożyło się to na zmniejszenie się w 2012 r. wartości obrotów akcjami na rynku NewConnect. Wartość tych obrotów z udziałem inwestorów instytucjonalnych zmniejszyła się aż o  $48\%$  w porównaniu do roku poprzedniego.

W kolejnych latach 2013–2016 stopa zwrotu z NCIndeksu była bardzo zmienna i wynosiła odpowiednio:  $10,1\%$ ,  $-20,7\%$ ,  $-4,1\%$  i  $10,1\%$ . Pomimo tych wahań stopy zwrotu z akcji spółek notowanych na rynku NewConnect odnotowano w latach 2013–2015 systematyczny wzrost wartości obrotów akcji z udziałem inwestorów instytucjonalnych. Wynosił on przeciętnie kilkanaście procent w każdym kolejnym roku w porównaniu do roku poprzedniego. Wyjątkowo w 2016 r. nastąpił spadek wartości obrotów o  $27\%$  w porównaniu do 2015 r.

Zróznicowanie dynamiki wartości obrotów akcjami w badanym okresie obserwowano zarówno w przypadku krajowych, jak i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. W 2008 r. wartość obrotów akcjami z udziałem polskich inwestorów instytucjonalnych wzrosła 6,8-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. W latach 2009–2011 wartość tych obrotów również systematycznie wzrastała, zazwyczaj 2-krotnie lub 3-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. Z kolei w 2012 r. odnotowano bardzo wyraźny spadek wartości tych obrotów o blisko  $48\%$  w porównaniu do roku poprzedniego. W latach 2013–2015 wystąpił wzrost wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych wynoszący zazwyczaj  $18\text{--}22\%$ . Natomiast w 2016 r. nastąpił spadek wartości tych obrotów o  $31\%$ .

W przypadku zagranicznych inwestorów instytucjonalnych obserwowano wzrost wartości obrotów akcjami na rynku NewConnect w latach 2008–2012 oraz w latach 2014–2015. Najwyższy wzrost wartości obrotów wystąpił w 2010 r. Wartość obrotów wzrosła wówczas 4-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. Natomiast spadek wartości obrotów wystąpił w 2013 r. i 2016 r. i wynosił odpowiednio: 42% i 14% w porównaniu do roku poprzedniego.

#### 4. Udział krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji w Polsce

Łączny udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych na rynku głównym systematycznie wzrastał od 70% (w 2007 r.) do 87–88% (w latach 2014–2016). Na początku badanego okresu krajowi inwestorzy instytucjonalni ogrywali większą rolę niż inwestorzy zagraniczni (tab. 5). W 2007 r. udział krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami wynosił 37%. Natomiast w kolejnych latach badanego okresu wykazywał dużą zmienność (od 34% do 39%). W ostatnim roku badanego okresu obniżył się do poziomu wynoszącego zaledwie 34%. Natomiast udział zagranicznych inwestorów instytucjonalnych zazwyczaj systematycznie wzrastał od 33% (w 2007 r.) do 53% (w 2016 r.).

**Tablica 5. Udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie (w %)**

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Instytucjonalni	70	82	73	81	82	83	85	87	88	87
z tego:										
– krajowi	37	39	37	34	35	35	38	38	36	34
– zagraniczni	33	43	36	47	47	48	47	49	52	53
Indywidualni	30	18	27	19	18	17	15	13	12	13
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych tablicy 1.

Jak wynika z danych zawartych w tablicy 6, łączny udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych na rynku NewConnect systematycznie wzrastał od 8% (w 2007 r.) do 27% (w 2016 r.). Szczególnie dynamicznie wzrastał udział krajowych inwestorów instytucjonalnych z 5% (w 2007 r.) do 19% (w 2016 r.). Z kolei udział inwestorów zagranicznych w wartości obrotów zwiększył się w badanym okresie z 3% do 8%.

**Tablica 6. Udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek notowanych na rynku NewConnect (w %)**

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Instytucjonalni	8	8	11	13	23	26	31	30	26	27
z tego:										
– krajowi	5	6	9	11	20	16	24	23	19	19
– zagraniczni	3	2	2	2	3	10	7	7	7	8
Indywidualni	92	92	89	87	77	74	69	70	74	73
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych tablicy 3.

### 5. Zmienność struktury krajowych inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w obrocie akcjami spółek giełdowych

W strukturze krajowych inwestorów instytucjonalnych, uczestniczących w obrocie akcjami spółek giełdowych na rynku głównym, najważniejszą rolę odgrywają TFI (tab. 7). Ich udział w 2007 r. wynosił 35%, natomiast w latach 2008–2010 był relatywnie najwyższy i wynosił 37–41%. Następnie obniżył się do poziomu 28–31% w latach 2011–2012. W ostatnim okresie, tj. w latach 2013–2016, wynosił 34–36%.

**Tablica 7. Struktura krajowych inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w obrotach akcjami spółek notowanych na rynku głównym GPW w Warszawie (w %)**

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
OFE	14	18	18	22	19	17	19	18	15	13
TFI	35	38	41	37	31	28	34	35	35	36
Banki	3	3	3	2	1	1	0	0	1	3
Firmy	3	1	2	2	2	2	1	2	1	4
TU	5	2	2	2	2	2	1	2	2	2
AM	23	10	9	4	4	4	3	3	4	5
Animatorzy	11	19	20	22	34	37	30	28	33	28
DM	5	4	4	3	5	7	8	10	7	6
Inne	1	5	1	6	2	2	4	2	2	3
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Objaśnienia: AM – asset management, DM – domy maklerskie inwestujące na własny rachunek

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Zagregowane wyniki..., 2017].

Kolejną grupę stanowią tzw. animatorzy. Ich udział dynamicznie wzrastał od 11% (w 2007 r.) do 37% (w 2012 r.), a następnie obniżył się i ustabilizował się na poziomie 28–33% (w latach 2013–2015). Trzecią grupę – pod



względem udziałów – stanowią OFE. W latach 2007–2010 ich udział systematycznie wzrastał od 14% do 22%. Natomiast w kolejnych latach badanego okresu wystąpiła tendencja obniżania się tego udziału do poziomu 13% w 2016 r.

Istotny wpływ na zmniejszanie się udziału funduszy emerytalnych w strukturze krajowych inwestorów instytucjonalnych w latach 2011–2016 wywarły zmiany wprowadzone w systemie emerytalnym. Wysokość składki przekazywanej do OFE wynosiła pierwotnie 7,3%, następnie w 2011 r. została zmniejszona do 2,3% z perspektywą stopniowego wzrostu do 3,5% od 2017 r. [ustawa, 2011]. Nowelizacja ustawy z grudnia 2013 r. [ustawa, 2013] wprowadziła zasadnicze zmiany, które spowodowały obniżenie się wartości aktywów funduszy emerytalnych. Ustalono wysokość składki przekazywanej do OFE na poziomie 2,92%. Najbardziej znaczącą zmianą było pozostawienie ubezpieczonym wyboru, czy chcą, by ta część składki była przekazywana do OFE, czy zapisywana na subkoncie w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych. Jeżeli ubezpieczony nie złożył w wymaganym terminie odpowiedniej deklaracji, to jego składki są ewidencjonowane w całości na kontach w ZUS. Dodatkowo ustawodawca wprowadził zakaz reklamy zawierającej informacje o OFE w latach, w których mogą być składane te oświadczenia. Główną przyczyną drastycznego obniżenia wartości aktywów funduszy emerytalnych w 2014 r. umorzenie 51,5% aktywów OFE, a następnie przekazanie tych środków do ZUS [*Sektor funduszy emerytalnych...*, 2016, s. 14].

Jak wynika z danych zawartych w tabelicy 8, w strukturze krajowych inwestorów instytucjonalnych, uczestniczących w obrocie akcjami spółek giełdowych na rynku NewConnect, najważniejszą rolę odgrywają firmy (przedsiębiorstwa niefinansowe). W 2016 r. ich udział w obrocie akcjami wynosił 43%. W badanym okresie ich udział wykazywał dużą zmienność i wahał się od 12% (w 2008 r.) do 54–56% (w 2011 r. i w 2015 r.).

**Tabelica 8. Struktura krajowych inwestorów instytucjonalnych uczestniczących w obrotach akcjami spółek notowanych na rynku NewConnect (w %)**

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
OFE	0	0	0	2	2	6	8	4	1	0
TFI	7	24	12	15	13	21	34	41	22	31
Banki	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0
Firmy	35	12	16	34	54	35	15	22	56	43
TU	0	0	0	1	0	1	7	0	0	1
AM	5	1	10	5	3	1	2	1	1	3
Animatorzy	48	58	57	31	22	27	19	17	7	10

Inwestorzy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DM	1	2	4	7	2	1	2	6	1	2
Inne	4	3	1	5	3	8	13	9	12	10
Razem	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Objaśnienia: AM – asset management, DM – domy maklerskie inwestujące na własny rachunek

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Zagregowane wyniki..., 2017].

Kolejną grupę stanowią fundusze inwestycyjne z udziałem wynoszącym 31% w 2016 r. Ich udział dynamicznie wzrastał od 7% w 2007 r. do 41% w 2014 r., po czym w 2015 r. obniżył się do 22%. Natomiast w 2016 r. ich udział wynosił 31%. Trzecią grupę – pod względem udziałów – stanowią tzw. animatorzy. W latach 2007–2009 ich udział kształtował się na wyjątkowo wysokim poziomie wynoszącym 48–58%. Natomiast w kolejnych latach systematycznie obniżał się do poziomu 10% w 2016 r.

Jak wynika z danych zawartych w tablicy 7 i 8, ważną grupę krajowych inwestorów instytucjonalnych zarówno na rynku głównym, jak i rynku NewConnect stanowią fundusze inwestycyjne. W latach 2013–2016 ich udział w wartości obrotów akcjami na tych rynkach znacząco przekraczał 30%. Fundusze inwestycyjne wyróżniają się na tle innych grup inwestorów instytucjonalnych szczególnie dużą presją na osiąganie w krótkim okresie wysokich stóp zwrotu z kapitału zainwestowanego w akcje spółek giełdowych [Szewc-Rogalska, 2012, s. 141]. Gwałtownie reagują na wszelkie informacje pojawiające się na rynku kapitałowym i – w zależności od charakteru tych informacji oraz koniunktury giełdowej – sprzedają lub nabywają aktywa finansowe w oczekiwaniu na określone zmiany ich wartości rynkowej [Dembiński, 2011, s. 118; Szewc-Rogalska, 2015, s. 111–124]. Należy dodać, że na coraz bardziej niestabilnym rynku kapitałowym decyzje inwestycyjne są często podejmowane spontanicznie, w sposób nagły i mają charakter „zwierzęcego instynktu” [Akerlof, Shiller, 2011, s. 217]. Szczególnie nerwowe reakcje są obserwowane w przypadku tzw. inwestorów portfelowych, zwłaszcza funduszy inwestycyjnych.

## Zakończenie

Z podjętej próby określenia znaczenia krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych w Polsce w latach 2007–2016 wynikają następujące ustalenia i wnioski.

W badanym okresie wartość obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym wykazywała dużą zmienność, zależną od koniunktury giełdowej. Natomiast na dynamicznie rozwijającym się rynku NewConnect wartość tych obrotów wzrastała średnio o 46%

w kolejnych latach badanego okresu. Największy wzrost wartości tych obrotów występował przede wszystkim w początkowym okresie funkcjonowania rynku NewConnect, nawet w latach o bardzo niekorzystnej koniunkturze giełdowej.

W badanym okresie nastąpił wyraźny wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych zarówno na rynku głównym, jak i rynku NewConnect. Świadczy o tym wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych w wartości obrotów realizowanych na tych rynkach. W badanym okresie łączny udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami na rynku głównym wzrósł z 70% do 87%. Natomiast na rynku NewConnect odnotowano wzrost udziału tych inwestorów w wartości obrotów akcjami z 8% w 2007 r. do 27% w 2016 r.

Zaobserwowano zróżnicowane zainteresowanie inwestorów krajowych i zagranicznych podejmowaniem inwestycji na dwóch odmiennych rynkach GPW w Warszawie. W obrocie akcjami na rynku głównym w większym stopniu uczestniczyli inwestorzy zagraniczni niż krajowi. W 2016 r. udział zagranicznych inwestorów zagranicznych w obrocie akcjami wynosił ponad 53%, zaś krajowych – 34%. Ze względu na specyfikę rynku NewConnect występowała odmienna struktura inwestorów instytucjonalnych. W obrotach akcjami uczestniczyli w większym stopniu inwestorzy krajowi niż zagraniczni. W 2016 r. udział krajowych inwestorów instytucjonalnych w wartości obrotów wynosił 19%, zaś zagranicznych – 8%.

Stwierdzono również zróżnicowanie i znaczną zmienność struktury krajowych inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym oraz rynku NewConnect. W 2016 r. w strukturze krajowych inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym najważniejszą rolę odgrywali następujący inwestorzy: fundusze inwestycyjne (36% w strukturze wartości obrotów), animatorzy (28%) oraz fundusze emerytalne (13%). Natomiast na rynku NewConnect w 2016 r. największe udziały w wartości obrotów akcjami odnotowano w przypadku przedsiębiorstw niefinansowych (43%), funduszy inwestycyjnych (31%), a także animatorów (10%).

Istotna zmienność struktury krajowych inwestorów instytucjonalnych na giełdowym rynku akcji w Polsce stanowi konsekwencję oddziaływania wielu czynników. Należy wśród nich wymienić m.in.: zmienność koniunktury gospodarczej, coraz większą niestabilność i kryzys zaufania na rynku kapitałowym, zmiany prawno-ekonomicznych uwarunkowań funkcjonowania funduszy emerytalnych, powszechne stosowanie przez inwestorów instytucjonalnych (zwłaszcza fundusze inwestycyjne) strategii wyjścia ze spółek jako formy sprawowania nadzoru korporacyjnego.

## Literatura

- Adamska A., Urbanek P. (2014), *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa”, nr 2.
- Akerlof G.A., Shiller R.J. (2011), *Zwierzęcy instynkt – czy ludzka psychika napędza globalną gospodarkę i jaki ma wpływ na przemiany światowego kapitalizmu*, Studio Emka, Warszawa.
- Almazan A., Hartzell J., Starks L. (2005), *Active institutional shareholders and cost of monitoring: evidence from executive compensation*, „Financial Management”, Vol. 34, No. 4.
- Campbell K. (2011), *Corporate governance after the financial crisis. Institutional investors and the stewardship function*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, nr 2/1.
- Çelik S., Isaksson M. (2013), *Institutional Investors as Owners: Who are they and What Do they Do?*, „OECD Corporate Governance Working Papers” no. 11, <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/wp>, dostęp: 20.12.2016.
- Chen X., Harford J., Li K. (2007), *Monitoring: which institutions matter?*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 86.
- Dembiński P.H. (2011), *Finanse po zawale. Od euforii finansowej do gospodarczego ładu*, Studio Emka, Warszawa.
- Dębski W. (2007), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dobosiewicz Z. (2013), *Giełda. Zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa.
- Dziawgo D. (2011), *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ferreira M.A., Matos P. (2008), *The colors of investors' money. The role of institutional investors around the world*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 88.
- Flejterski S. (2007), *Metody pomiaru zjawisk i procesów finansowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 451, seria: „Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu” nr 11.
- Jeżak J. (2010), *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa.
- Rocznik Giełdowy 2017*, <http://www.gpw.pl>, dostęp: 12.03.2018.
- Sektor funduszy emerytalnych w Polsce – ewolucja, kształt, perspektywy* (2016), Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl>, dostęp: 10.12.2016.
- Sławiński A. (2006), *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/slawinski112006.pdf>, dostęp: 22.02.2009.
- Szewc-Rogalska A. (2012), *Wpływ struktur własnościowych spółek giełdowych na kreację wartości dla akcjonariuszy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów.
- Szewc-Rogalska A. (2015), *Zmiany w postrzeganiu i szacowaniu wartości ekonomicznych w warunkach finansyzacji gospodarki*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace” nr 3, t. 5 (23).

Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, Dz. U. Nr 75, poz. 398.

Ustawa z dnia 6 grudnia 2013 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych, Dz. U. poz. 1717.

*Zagregowane wyniki badania dot. udziału inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi*, <http://www.gpw.pl>, dostęp: 10.03.2017.

Zamojska-Adamczak A. (2006), *Strategia Lizbońska a perspektywy rozwoju rynku inwestorów instytucjonalnych*, w: *Strategia Lizbońska a zarządzanie wartością*, Pawłowicz L. (red.), CeDeWu, Warszawa.

## **Streszczenie**

Celem artykułu jest określenie znaczenia krajowych i zagranicznych inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami spółek giełdowych w Polsce w latach 2007–2016. Jako obiekt badań przyjęto inwestorów, wyodrębnionych zgodnie z metodyką stosowaną przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Przeprowadzono analizę dynamiki i struktury wartości obrotów akcjami z udziałem inwestorów instytucjonalnych zarówno na rynku głównym GPW w Warszawie, jak i na rynku NewConnect. Łączny udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami na rynku głównym wzrósł w badanym okresie z 70% do 87%. Natomiast na rynku NewConnect ich udział wzrósł z 8% do 27%. Zaobserwowano zróżnicowanie struktury inwestorów na dwóch odmiennych rynkach GPW w Warszawie. W 2016 r. udział zagranicznych inwestorów instytucjonalnych na rynku głównym wynosił ponad 53%, zaś krajowych – 34%. Natomiast na rynku NewConnect występowała odmienna struktura inwestorów instytucjonalnych. W 2016 r. udział krajowych inwestorów instytucjonalnych wynosił 19%, a zagranicznych – 8%.

## **Słowa kluczowe**

inwestor instytucjonalny, fundusz inwestycyjny, inwestor zagraniczny

## **Significance of Domestic and Foreign Institutional Investors in Listed Companies' Stock Trading in Poland (Summary)**

This study aims at defining the significance of domestic and foreign institutional investors in listed companies' stock trading in Poland in 2007–2016. The investors selected according to the methodology applied by the Warsaw Stock Exchange were the focus of this research. The analysis of the dynamics and structure of stock trading value involving corporate investors both on the Main Market of the Stock Exchange in Warsaw and on the NewConnect market. The total share of institutional investors in stock trading on the Main Market grew from 70% to 87% in the analyzed period. As far as the NewConnect market is concerned, their share grew from 8% to 27%. Differentiation of the structure of investors in two various markets of the Stock Exchange in Warsaw was noticed. In 2016, the share of foreign institutional investors on the Main Market was over 53%, and domestic investors – 34%. On the NewConnect market, the structure of institutional investors, however,

was different. In 2016, the share of domestic institutional investors was 19%, and foreign corporate investors – 8%.

**Keywords**

institutional investor, investment fund, foreign investor

**Agata Wieczorek\***

## **Ocena wybranych standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa – analiza porównawcza**

### **Wstęp**

Wielkość pakietu akcji w rękach akcjonariusza ma zasadnicze znaczenie dla jego poziomu zaangażowania w działalność spółki. Akcjonariusze mniejszościowi mają takie same prawa własności jak znaczący akcjonariusze, jednak w praktyce ograniczają się one do otrzymywania dywidendy oraz możliwości sprzedaży akcji, w przypadku gdy spółka osiąga słabe wyniki finansowe i jest mało prawdopodobne, by jej sytuacja uległa poprawie w przyszłości [Wearing, 2005, s. 5]. Przyczynia się to do braku zaangażowania tych akcjonariuszy w działalność spółki. W przypadku występowania akcjonariusza dominującego sytuacja wygląda inaczej. Taki akcjonariusz ma dostęp do informacji na temat działalności spółki i uzyskanych przez nią wyników finansowych, które są niedostępne dla większości grup interesariuszy. Akcjonariusz dominujący nie może sobie pozwolić na sprzedaż posiadanych akcji, bez ryzyka znaczącego spadku ich ceny. Dlatego też jego inwestycja w daną spółkę ma najczęściej charakter długookresowy. Posiadając odpowiednio dużą liczbę głosów na walnym zgromadzeniu, może wpływać na standardy nadzoru korporacyjnego występujące w spółce.

Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych [ustawa, 2000] to walne zgromadzenie (WZ) podejmuje decyzje dotyczące składu rady nadzorczej (RN). W związku z tym akcjonariusz dominujący może powołać do organu nadzorującego swoich przedstawicieli, których zadaniem będzie dbanie o jego interes. Dzięki swojej pozycji akcjonariusz ten może również decydować o liczbie członków niezależnych w radzie nadzorczej. Decyzje te wpływają na niezależność rady nadzorczej.

Występowanie akcjonariusza dominującego ma duży wpływ na spółkę, biorąc pod uwagę jego przewagę przy głosowaniach na walnych zgromadzeniach. Decyzje podejmowane przez akcjonariusza z kontrolnym pakietem akcji mogą zależeć od typu akcjonariusza. W literaturze można

---

\* Dr, Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Narutowicza 68, 90-136 Łódź, agata.wieczorek@uni.lodz.pl

znaleźć różne jego typy [Krivogorsky, Burton, 2011; Kočenda, Svejnar, 2003; Kozarzewski, 2003; Dolgopiatova, 2007]. T. Pedersen i S. Thomsen [2003, s. 34–38] wyróżnili cztery podstawowe typy akcjonariusza: rodzina bądź inwestor indywidualny, instytucje finansowe, spółki niefinansowe oraz rząd (w Polsce reprezentowany przez Skarb Państwa). Skarb Państwa (SP) w porównaniu do pozostałych akcjonariuszy wyróżnia się pod względem sposobu działania, a także zakresu przysługujących mu uprawnień.

Skarb Państwa jest abstrakcyjną osobą prawną, pełniącą funkcje właścicielskie państwa, reprezentowaną przez Ministra Skarbu Państwa (MSP)<sup>1</sup>, który z kolei jest organem politycznym, obsługiwany merytorycznie i organizacyjnie przez aparat urzędniczy Ministerstwa Skarbu Państwa [Postuła, 2013, s. 230]. Skarb Państwa jako akcjonariusz z jednej strony jest inwestorem portfelowym, co postrzegane jest jako czynnik osłabiający aktywność, z drugiej zaś jest inwestorem długoterminowym, co może zwiększać motywację do angażowania się w sprawy spółek [Adamska, 2013, s. 191–192]. Pojawienie się Skarbu Państwa w akcjonariacie spółki pociąga za sobą także konsekwencje dla jej organów statutowych. Obowiązujące w Polsce przepisy prawne regulują kwestie dotyczące możliwości powoływania przez Skarb Państwa swoich przedstawicieli do rad nadzorczych, czy też poziomu wynagrodzenia członków zarządu. Przywileje te sprawiają, że Skarb Państwa może mieć istotny wpływ na standardy nadzoru korporacyjnego w spółce.

Celem artykułu jest ocena wybranych standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Zostało zbadane, jakie zapisy, dające dodatkowe uprawnienia Skarbowi Państwa, a także ograniczające je, znajdują się w statutach spółek z udziałem Skarbu Państwa. Skonfrontowane to zostało w przepisami z zakresu standardów nadzoru korporacyjnego, znajdującymi się w porównywalnej próbie prywatnych spółek giełdowych. Przeprowadzona analiza miała także na celu porównanie, jak w praktyce Skarb Państwa (w przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa) i akcjonariusz dominujący (w przypadku prywatnych spółek giełdowych) wykorzystują uprawnienia wynikające z dokumentów statutowych.

---

<sup>1</sup> 26 lipca 2016 r. rząd przyjął uchwałę o likwidacji Ministerstwa Skarbu Państwa. Założeniem uchwały rządu jest zakończenie procesu likwidacji MSP do końca 2016 roku, a do końca pierwszego kwartału roku 2017 przekazanie kompetencji nowemu podmiotowi, który będzie nadzorował spółki Skarbu Państwa i pełnił rolę nadzoru właścicielskiego. Aktualnie uprawnienia właścicielskie wykonuje Prezes Rady Ministrów.



## 1. Zapisy dotyczące standardów nadzoru korporacyjnego w dokumentach wewnętrznych spółek

Skarb Państwa, podobnie jak inni akcjonariusze dominujący, wykorzystuje swoje prawa wynikające z roli akcjonariusza na walnych zgromadzeniach. Decyduje między innymi o składzie rady nadzorczej, powołując do niej swoich przedstawicieli. Wpływa tym samym na działalność spółki, gdyż podstawowym zadaniem rady nadzorczej jest monitorowanie działań zarządu. Pytanie jednak brzmi, w jakim stopniu Skarb Państwa korzysta ze swoich przywilejów w porównaniu do innych akcjonariuszy dominujących.

Zgodnie z informacjami zawartymi na stronie Ministerstwa Skarbu Państwa [<http://www.msp.gov.pl>, stan na dzień 4 października 2016 r.] według stanu na dzień 30 czerwca 2015 r. Skarb Państwa był akcjonariuszem w 393 spółkach. Ze względu na utrudniony dostęp do informacji koniecznych do przeprowadzenia badania analiza objęła 17 spółek z udziałem Skarbu Państwa<sup>2</sup>, które są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W celu przedstawienia pełnego obrazu jakości wybranych standardów nadzoru korporacyjnego występujących w spółkach z udziałem Skarbu Państwa zostaną one skonfrontowane z 17 prywatnymi spółkami giełdowymi. Dla zwiększenia wiarygodności przeprowadzonej analizy porównawczej spółki giełdowe zostały dobrane pod kątem sektora, w którym prowadzą działalność, oraz wielkości aktywów. Tablica 1 przedstawia wykaz spółek giełdowych oraz spółek z udziałem Skarbu Państwa, które zostały włączone do analizy. Badanie zostało przeprowadzone dla lat 2010–2015. Dane niezbędne do przeprowadzenia analizy zaczerpnięto z dokumentów udostępnianych przez spółki na swoich stronach internetowych.

Jednym z praw przysługujących akcjonariuszom na walnym zgromadzeniu jest powoływanie członków do rady nadzorczej. W momencie gdy jeden z akcjonariuszy ma kontrolny pakiet akcji, może wprowadzić do organu nadzorującego więcej swoich przedstawicieli niż pozostali akcjonariusze notyfikowani, którzy będą działać zgodnie z jego interesem. Przykładem jest Skarb Państwa, który jako akcjonariusz posiada uprawnienia zapisane w statutach spółek, dotyczące między innymi możliwości zgłaszania własnych kandydatów na członków rady nadzorczej [Adamska, 2013, s. 194–196].

<sup>2</sup> Dziesięć z nich to spółki z mniejszościowym udziałem Skarbu Państwa, zaś pozostałe siedem to spółki z większościowym udziałem Skarbu Państwa (na dzień 30 czerwca 2015 r.).

**Tablica 1. Wykaz spółek giełdowych objętych analizą**

<b>Spółki giełdowe z udziałem Skarbu Państwa</b>	<b>Prywatne spółki giełdowe</b>
Enea S.A., Energa S.A., Grupa Azoty Zakłady Azotowe „Puławy” S.A., Elektrociepłownia Będzin S.A., Grupa Azoty Zakłady Chemiczne „Police” S.A., Grupa Lotos S.A., Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. (JSW), Polski Koncern Naftowy Orlen S.A., Tauron Polska Energia S.A., Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A. (PKO BP), KGHM Polska Miedź S.A., Grupa Azoty S.A., Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A. (PZU), PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A. (PHN), Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A. (PGNiG)	Bank Millennium, Bank Pekao S.A., Getin Noble Bank SA, Bogdanka, Bank BZ WBK, Capital Park, Ciech, Echo Investment, GTC, Ipopema Securities, Kogeneracja, LC Corp, PCC Rokita, Petrolinvest, Polenergia, Synthos, ZE PAK

Źródło: Opracowanie własne.

Uprawnienia akcjonariuszy mogą być ograniczone przez zapisy zawarte w statutach spółek. Przykładem takiego ograniczenia jest konieczność powoływania do rady nadzorczej członków niezależnych. W statutach mogą znaleźć się również zapisy dotyczące funkcjonowania samej rady, chociażby konieczność tworzenia stałych komitetów, których zadaniem jest wspomaganie rady nadzorczej w wypełnianiu jej obowiązków. Zgodnie z ustawą o biegłych rewidentach [ustawa, 2017], każda spółka ma obowiązek tworzenia w ramach rady nadzorczej komitetu audytu<sup>3</sup>, dlatego też komitet ten zostaje pominięty w tej części badania. Z drugiej strony w statutach mogą znaleźć się również zapisy dające dodatkowe uprawnienia wybranym akcjonariuszom. Przykładem takich uprawnień może być większa liczba głosów na walnym zgromadzeniu, w porównaniu do wielkości pakietu akcji w rękach danego akcjonariusza. Tablice 2 i 3 przedstawiają zapisy znajdujące się w statutach, dające dodatkowe przywileje Skarbowi Państwa (w przypadku spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa) lub akcjonariuszowi dominującemu (w przypadku prywatnych spółek giełdowych) oraz ograniczające je.

<sup>3</sup> Wyjątkiem od tej reguły są jednostki, których jedyna działalność polega na pełnieniu roli emitenta papierów wartościowych opartych na aktywach, o których mowa w art. 2 pkt 5 rozporządzenia Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. W niektórych przypadkach funkcje komitetu audytu mogą zostać powierzone radzie nadzorczej lub innemu organowi nadzorzemu lub kontrolnemu jednostki zainteresowania publicznego.

**Tablica 2. Informacje na temat zapisów dających dodatkowe przywileje dla Skarbu Państwa oraz ograniczających je, znajdujące się w statutach badanych spółek**

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
EC Będzin	–	–
Enea	Od momentu, gdy SP przestanie być jedynym akcjonariuszem Spółki, SP ma prawo do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	W skład RN powinna wchodzić co najmniej jedna osoba powoływana przez WZ spośród osób spełniających kryteria niezależności.
Energa	Uprawnionemu akcjonariuszowi <sup>a)</sup> przysługują uprawnienia osobiste do powoływania i odwoływania członków RN według następujących zasad: gdy RN składa się z parzystej liczby członków, uprawniony akcjonariusz powołuje połowę członków RN plus jednego członka RN; gdy RN składa się z nieparzystej liczby członków uprawniony akcjonariusz powołuje taką liczbę członków, która wynika z podziału liczby członków na dwa i następnie zaokrągla ją w górę do pełnej najbliższej liczby całkowitej.	Co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności.
GPW	–	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności.</li> <li>• RN powołuje komitet regulacji i może również powołać inne komitety, w szczególności komitet nominacji i wynagrodzeń.</li> </ul>
Grupa Azoty	SP przysługuje indywidualne uprawnienie do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	Nie mniej niż dwóch członków RN stanowią niezależni członkowie RN.
Grupa Azoty Police	Tak długo jak SP pozostaje akcjonariuszem Spółki, SP reprezentowany przez ministra właściwego do spraw SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	–
Grupa Azoty Puławy	Minister właściwy do spraw SP jest uprawniony do powoływania oraz odwoływania jednego członka RN.	–

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
JSW	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prawo głosu akcjonariuszy dysponujących powyżej 10% ogółu głosów w Spółce zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden z nich nie może wykonywać na WZ więcej niż 10% ogółu głosów w Spółce. Ograniczenie prawa głosu nie dotyczy SP i podmiotów zależnych od SP w okresie, w którym SP wraz z podmiotami zależnymi od SP posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do wykonywania co najmniej 34% plus jeden głos w ogóle głosów w Spółce.</li> <li>• W okresie, w którym SP, w tym wraz z podmiotami zależnymi od SP, posiada akcje Spółki uprawniające do wykonywania co najmniej 34% plus jeden głos w ogóle głosów w Spółce, SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania członków RN, w liczbie równej połowie składu RN (w razie, gdyby liczba ta okazała się niecałkowita ulega ona zaokrągleniu do liczby całkowitej w dół) powiększonej o 1.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• W RN liczącej do 12 członków – co najmniej jeden, a w RN liczącej 13 lub więcej członków – co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać wymogi przewidziane dla niezależnego członka rady nadzorczej.</li> <li>• RN wybiera spośród swoich członków komitet audytu i może wybierać inne komitety.</li> </ul>
KGHM	–	Co najmniej dwóch członków RN powinno być członkami niezależnymi.
Lotos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tak długo jak Nafta Polska S.A.<sup>b)</sup> pozostaje właścicielem akcji Spółki uprawniających do co najmniej jednej piątej ogólnej liczby głosów istniejących w Spółce, prawo głosu akcjonariuszy Spółki zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden z nich nie może wykonywać na WZ więcej niż jednej piątej ogólnej liczby głosów istniejących w Spółce w dniu odbywania WZ. Ograniczenie prawa głosu nie dotyczy spółki Nafta Polska S.A.</li> <li>• Tak długo jak SP pozostaje akcjonariuszem Spółki, SP reprezentowany przez ministra właściwego do spraw SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.</li> </ul>	–

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
Orlen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wykonywanie prawa głosu przez podmiot zależny uważa się za jego wykonywanie przez podmiot dominujący. Ograniczenie prawa głosowania nie dotyczy podmiotów zależnych od SP.</li> <li>• SP reprezentowany przez ministra właściwego do spraw SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.</li> </ul>	Co najmniej dwóch członków RN musi być osobami, z których każda spełnia przesłanki niezależności (tzw. niezależni członkowie RN).
PGE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wybór co najmniej połowy członków RN powoływanych przez WZ następuje spośród osób wskazanych przez akcjonariusza, który w dniu powzięcia uchwały WZ wprowadzającej to uprawnienie reprezentuje najwyższy udział w kapitale zakładowym Spółki<sup>9)</sup>. Uprawnienie to przysługuje akcjonariuszowi do chwili, gdy udział tego akcjonariusza w kapitale zakładowym Spółki spadnie poniżej 20%.</li> <li>• SP jest uprawniony do powoływania oraz odwoływania jednego członka RN w drodze pisemnego oświadczenia składanego Zarządowi Spółki.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• W skład RN powinna wchodzić co najmniej jedna osoba powoływana przez WZ spośród osób spełniających kryteria niezależności.</li> <li>• Regulamin RN może przewidywać powstanie w ramach RN komitetów, w szczególności zaś komitetu do spraw audytu oraz komitetu do spraw nominacji i wynagrodzeń.</li> </ul>
PGNiG	Tak długo jak SP pozostaje akcjonariuszem Spółki, SP reprezentowany przez ministra właściwego do spraw energii jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	Jeden z członków RN powoływany przez WZ powinien spełniać kryteria niezależności (niezależny członek RN).
PHN	W okresie, w którym SP jest akcjonariuszem Spółki, jednego spośród członków RN powołuje i odwołuje minister właściwy do spraw SP.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• W skład RN powinny wchodzić co najmniej dwie osoby spełniające kryteria niezależności.</li> <li>• RN może powołać inne komitety (poza komitetem audytu), w szczególności komitet nominacji i wynagrodzeń.</li> </ul>

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
PKO BP	<p>Liczba członków RN, których kandydatury ma prawo zgłaszać uprawniony akcjonariusz<sup>d)</sup>, będzie obliczana zgodnie z następującym wzorem:</p> $L = 11 \times U$ <p>gdzie: L – oznacza liczbę członków RN, których kandydatury ma prawo zgłosić uprawniony akcjonariusz; U – oznacza udział uprawnionego akcjonariusza w kapitale zakładowym banku.</p>	–
PZU	<p>SP ma prawo do powoływania i odwoływania jednego członka RN w drodze pisemnego oświadczenia składanego Zarządowi Spółki.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Co najmniej jeden członek RN musi spełniać kryteria niezależności („Członkowie Niezależni”).</li> <li>• RN może powołać komitet nominacji i wynagrodzeń.</li> </ul>
Tauron <sup>e)</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prawo głosu akcjonariuszy dysponujących powyżej 10% ogółu głosów w Spółce zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden z nich nie może wykonywać na WZ więcej niż 10% ogółu głosów w Spółce. Ograniczenie prawa głosu nie dotyczy SP i podmiotów zależnych od SP w okresie, w którym SP wraz z podmiotami zależnymi od SP posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do wykonywania co najmniej 25% ogółu głosów w Spółce.</li> <li>• W okresie, w którym SP, w tym wraz z podmiotami zależnymi posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do wykonywania co najmniej 25% ogółu głosów w Spółce, SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania członków RN, w liczbie równej połowie maksymalnej liczby składu RN określonej w statucie (w razie gdyby liczba ta okazała się niecałkowita, ulega ona zaokrągleniu do liczby całkowitej w dół) powiększonej o 1. W okresie, w którym SP, w tym wraz z podmiotami zależnymi posiada liczbę akcji Spółki uprawniającą do</li> </ul>	<p>Co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności (niezależni członkowie RN).</p>

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
	wykonywania poniżej 25% ogółu głosów w Spółce, SP jest uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.	

<sup>a)</sup> Uprawnienia osobiste przysługują akcjonariuszowi, który reprezentuje najwyższy udział w kapitale zakładowym. Uprawnienia osobiste wygasają z dniem, w którym udział uprawnionego w kapitale zakładowym spadnie poniżej 20%. Skarb Państwa jest akcjonariuszem większościowym (posiada 51,52% udziałów w kapitale zakładowym w badanym okresie), w związku z czym przysługują mu uprawnienia osobiste.

<sup>b)</sup> Skarb Państwa jest jedynym akcjonariuszem spółki Nafta Polska S.A.

<sup>c)</sup> W całym badanym okresie Skarb Państwa miał ponad 70% udziału w kapitale zakładowym spółki.

<sup>d)</sup> W statucie banku nie ma żadnej wzmianki na temat uprawnień Skarbu Państwa do powoływania członków rady nadzorczej. Znajduje się natomiast zapis mówiący, że uprawniony akcjonariusz (akcjonariusz, który samodzielnie i we własnym imieniu jest uprawniony do wykonywania prawa głosu o największej liczbie akcji w kapitale zakładowym banku) ma możliwość wyboru pewnej liczby członków rady nadzorczej. Ponieważ Skarb Państwa ma największy udział we własności, a co za tym idzie najwięcej głosów na walnym zgromadzeniu, może być traktowany jako uprawniony akcjonariusz.

<sup>e)</sup> W badanym okresie Skarb Państwa miał ponad 40% udziałów w kapitale zakładowym.

Źródło: Opracowanie własne.

W przypadku przywilejów dla Skarbu Państwa, które zostały zamieszczone w statutach spółek, należy wyróżnić dwa rodzaje. Pierwszy z nich związany jest z uprawnieniami dającymi możliwość powoływania członków do rady nadzorczej. Takie zapisy znalazły się w 14 spółkach z udziałem Skarbu Państwa. W większości przypadków dawały one możliwość powołania przez Skarb Państwa jednego członka rady nadzorczej. W trzech spółkach była to połowa składu rady nadzorczej. W jednej zaś liczba wybranych przez Skarb Państwa członków rady nadzorczej zależała od wielkości udziału Skarbu Państwa w kapitale zakładowym. Drugi rodzaj przywilejów związany był z liczbą głosów na walnym zgromadzeniu. W dwóch spółkach (JSW i Tauron) akcjonariusze posiadający powyżej 10% akcji a w jednej (Lotos) powyżej 20% akcji na walnym zgromadzeniu nie mogą wykonać więcej niż odpowiednio 10% i 20% głosów. Skarb Państwa i spółki od niego zależne są zwolnione z tego ograniczenia, co daje im przewagę w głosowaniach. W przypadku spółki PKN Orlen wykonanie prawa głosu przez podmioty zależne od podmiotu dominującego traktowane są jako wykonane przez podmiot dominujący. Ograniczenie to nie dotyczy jednak spółek zależnych od Skarbu Państwa.

Zapisy, które mogą ograniczyć uprawnienia Skarbu Państwa, związane są z powoływaniem, w ramach rady nadzorczej, niezależnych członków oraz tworzeniem innych niż komitet audytu, którego wymagają przepisy

prawa, stałych komitetów. Dwanaście spółek z udziałem Skarbu Państwa zamieściło w statutach przepis mówiący o tym, że w skład rady nadzorczej powinien wchodzić co najmniej jeden (cztery spółki) lub dwóch (osiem spółek, wliczając JSW) członków spełniających kryteria niezależności. Pięć spółek uznało również za konieczne zamieszczenie przepisu, dotyczącego powoływania komitetu ds. wynagrodzeń (JSW nie sprecyzowało, o jakie komitety chodzi).

**Tablica 3. Informacje na temat przepisów dających dodatkowe przywileje dla akcjonariusza dominującego oraz ograniczających je, znajdujące się w statutach badanych spółek**

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
Bank Millennium	–	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Co najmniej dwaj członkowie RN powinni być członkami niezależnymi.</li> <li>• Stałymi komitetami RN są: Komitet Audytu i Komitet Personalny.</li> </ul>
Bank Pekao S.A.	–	Co najmniej połowę składu RN powinni stanowić członkowie niezależni.
Bank BZ WBK	–	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Przynajmniej połowę członków RN powinni stanowić członkowie niezależni.</li> <li>• RN może powołać ze swoich członków Komitet Audytu i inne komitety wspierające i usprawniające działalność RN.</li> </ul>
Bogdanka	–	W skład RN mogą być powoływani członkowie niezależni.
Capital Park	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tak długo, jak akcjonariusze wchodzący w skład PUG<sup>a)</sup> posiadają łącznie co najmniej 5% głosów w Spółce, PUG przysługuje uprawnienie osobiste do powoływania i odwoływania jednego członka RN.</li> <li>• Tak długo jak akcjonariusze wchodzący w skład PUG posiadają łącznie co najmniej 2,1%, lecz poniżej 5% głosów w Spółce, PUG przysługuje uprawnienie do wskazania co najmniej dwóch kandydatów na członków RN, spośród których WZ wybierze jednego.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Przynajmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności od Spółki i podmiotów posiadających znaczące powiązania ze Spółką (dalej „Niezależni Członkowie RN”).</li> <li>• RN może powołać inne komitety (poza komitetem audytu), w szczególności komitet nominacji i wynagrodzeń.</li> </ul>



Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tak długo jak akcjonariusze wchodzący w skład DUG<sup>b)</sup> posiadać będą co najmniej 5% głosów w Spółce, lecz mniej niż 10% głosów w Spółce, DUG przysługuje uprawnienie osobiste do powołania i odwołania jednego członka RN, będącego jednocześnie Przewodniczącym RN.</li> <li>• Tak długo jak akcjonariusze wchodzący w skład DUG posiadać będą co najmniej 10% głosów w Spółce, lecz mniej niż 25% głosów w Spółce, DUG przysługuje uprawnienie osobiste do powołania i odwołania dwóch członków RN z Przewodniczącym RN łącznie.</li> <li>• Tak długo jak akcjonariusze wchodzący w skład DUG posiadać będą co najmniej 25% głosów w Spółce, DUG przysługuje uprawnienie osobiste do powołania i odwołania trzech członków RN z Przewodniczącym RN łącznie.</li> </ul>	
Ciech	-	RN może powoływać komitety (w tym Komitet ds. Audytu) spośród swoich członków.
Echo Investment	-	RN w drodze uchwały powołuje w razie potrzeby spośród swoich członków stałe bądź doraźne zespoły lub komitety do wykonywania określonych zadań, działające jako kolegialne organy doradcze i opiniotwórcze RN.
Getin Noble Bank SA	-	-
GTC	Każdy z akcjonariuszy, który posiada akcje stanowiące ponad 5% kapitału zakładowego Spółki, będzie uprawniony do powoływania jednego członka RN. Ponadto każdy z akcjonariuszy jest uprawniony do powoływania po jednym	Jeden członek RN powoływany będzie uchwałą WZ w drodze odrębnego głosowania i spełniać będzie przesłanki niezależności („Członek Niezależny”).

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
	członku RN z każdego posiadanego pakietu akcji stanowiących 5% kapitału zakładowego ponad Próg Pierwotny <sup>c)</sup> .	
Ipopema Securitie	<p>Tak długo jak Jacek Lewandowski będzie posiadał – bezpośrednio lub pośrednio przez jeden lub więcej Podmiotów Kontrolowanych – akcje uprawniające do wykonywania:</p> <p>a) co najmniej 25% ogólnej liczby głosów na WZ, będzie on uprawniony do powoływania i odwoływania dwóch członków RN;</p> <p>b) mniej niż 25%, ale więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na WZ, będzie on uprawniony do powoływania i odwoływania jednego członka RN.</p>	Dwóch członków RN stanowić będą członkowie niezależni.
Kogeneracja	–	–
LC Corp	–	RN w drodze uchwały powołuje w razie potrzeby spośród swoich członków stałe bądź doraźne zespoły lub komitety do wykonywania określonych zadań, działające jako kolegialne organy doradcze i opiniotwórcze RN.
PCC Rokita	–	–
Petrolinvest	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dwóch członków RN powołuje i odwołuje Prokom Investments.</li> <li>• Jednego członka RN powołuje i odwołuje Ryszard Krauze.</li> <li>• Przewodniczącego RN oraz Wiceprzewodniczącego RN wyznacza Prokom Investments.</li> <li>• Prawo głosu akcjonariuszy zostaje ograniczone w ten sposób, że żaden akcjonariusz nie może wykonywać więcej niż 20% ogólnej liczby głosów na WZ. Ograniczenie prawa głosu nie stosuje się do: Prokom Investments; akcjonariuszy, którzy w dniu wpisania przekształcenia do rejestru przedsiębiorców posiadali akcje stano-</li> </ul>	–

Spółka	Dodatkowe przywileje	Przepisy ograniczające
	wiące co najmniej 10% kapitału zakładowego; akcjonariusza, który nabędzie po dopuszczeniu akcji do obrotu regulowanego (działając w imieniu własnym oraz na swój rachunek) oraz zarejestruje na WZ akcje stanowiące co najmniej 85% ogólnej liczby akcji w kapitale zakładowym Spółki.	
Polenergia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Akcjonariusz posiadający akcje reprezentujące co najmniej 33% kapitału zakładowego Spółki uprawniony jest do powoływania i odwoływania dwóch członków RN, w tym jej Przewodniczącego. W przypadku gdy więcej niż jeden akcjonariusz posiada akcje reprezentujące co najmniej 33% kapitału zakładowego Spółki, Przewodniczącego RN powołuje akcjonariusz posiadający najwięcej akcji Spółki.</li> <li>• China – Central and Eastern Europe Investment Co-operation Fund SCS SICAV-SIF z siedzibą w Luksemburgu, Wielkie Księstwo Luksemburga („Fundusz”) uprawniony jest do powoływania i odwoływania jednego członka RN.</li> </ul>	Co najmniej dwóch członków RN powinno spełniać kryteria niezależności.
Synthos	–	–
ZE PAK	Przynajmniej połowa składu RN, w tym Przewodniczący są powoływani przez WZ spośród kandydatów przedstawionych przez Elektrim S.A.	W skład RN powinno wchodzić dwóch członków spełniających kryteria niezależności.

<sup>a)</sup> W skład Pierwszej Uprawnionej Grupy (PUG) wchodzi: Jan Motz i Jerzy Kowalski, działając łącznie, a nie indywidualnie.

<sup>b)</sup> W skład Drugiej Uprawnionej Grupy (DUG) wchodzi: CP Realty (Gdansk) S.à r.l., CP Realty II S.à r.l. oraz CP Holdings S.à r.l. z siedzibą w Luksemburgu, działając łącznie, a nie indywidualnie.

<sup>c)</sup> Próg Pierwotny oraz każdy kolejny próg 5% kapitału zakładowego będą zwane „Progami Uprawniającym” a Akcjonariusz uprawniony do powoływania Członków Rady Nadzorczej będzie zwany „Uprawnionym Akcjonariuszem”.

Źródło: Opracowanie własne.

W spółkach giełdowych także pojawiły się zapisy dające dodatkowe uprawnienia wybranym akcjonariuszom. W sześciu spółkach akcjonariusze wskazani w statutach mogą powoływać w skład rady nadzorczej wybranych przez siebie kandydatów. Spółka Petrolinvest wprowadziła także zapis mówiący, że żaden akcjonariusz nie może wykonać więcej niż 20% głosów na walnym zgromadzeniu. Ograniczenie to nie dotyczy jednak trzech typów akcjonariuszy. Zapisy ograniczające uprawnienia akcjonariusza dominującego dotyczyły składu rady nadzorczej i działających w jej ramach komitetach. W dziewięciu spółkach w statutach znalazły się zapisy nakazujące powoływanie niezależnych członków. W zależności od spółki ich liczba ma wynosić od jednego niezależnego członka, aż do połowy składu rady nadzorczej. Sześć spółek wprowadziło zapis dotyczący tworzenia dodatkowych komitetów w ramach rady nadzorczej. W przypadku czterech z nich nie zostało jednak sprecyzowane, o jakie komitety chodzi, bank Millenium ustalił, że chodzi o komitet personalny, natomiast Capital Park, że ma na myśli komitet ds. wynagrodzeń.

Porównując przepisy znajdujące się w statutach spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa i prywatnych spółek giełdowych, należy zwrócić uwagę, iż w przypadku tych pierwszych znacznie częściej pojawiały się zapisy dające dodatkowe uprawnienia akcjonariuszowi, jakim jest Skarb Państwa. Dotyczy to zarówno zapisów pozwalających wprowadzać do rady nadzorczej swoich przedstawicieli, jak i dających dodatkowe prawa głosu na walnym zgromadzeniu, poprzez ograniczenie tych praw innym akcjonariuszom. Większa liczba przywilejów dla Skarbu Państwa w porównaniu do innych akcjonariuszy dominujących może wynikać z roli, jaką pełni Skarb Państwa w gospodarce.

Co ciekawe, zapisy w statutach zmniejszające wpływ akcjonariuszy większościowych na skład rady (konieczność powoływania niezależnych członków rady nadzorczej) częściej występowały w przypadku spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa (12 spółek) w porównaniu do prywatnych spółek giełdowych (9 spółek). Taka sytuacja może wynikać z chęci pokazania przez spółki giełdowe z udziałem Skarbu Państwa, że mimo przywilejów, jakie Skarb Państwa posiada, spółkom tym zależy na wysokich standardach nadzoru korporacyjnego.

## **2. Standardy nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych – analiza porównawcza**

Zapisy znajdujące się w statutach badanych spółek (zarówno spółek giełdowych z udziałem Skarbu Państwa, jak i prywatnych spółek giełdowych) dają możliwość niektórym akcjonariuszom wpływania na wybrane

standardy nadzoru korporacyjnego. Nie oznacza to jednak, że akcjonariusze w praktyce wykorzystują te uprawnienia.

Jednym z zapisów wynikających ze statutów jest możliwość wybierania konkretnej liczby członków rady nadzorczej przez wybranych akcjonariuszy. Poza przywilejami zawartymi w statutach Skarb Państwa, jako akcjonariusz notyfikowany, może dodatkowo zgłaszać swoich kandydatów na funkcję członka rady nadzorczej. Zgodnie z zarządzeniem Ministra Skarbu Państwa [zarządzenie, 2007] zgłoszenie osoby na członka rady nadzorczej wymaga postępowania kwalifikacyjnego, które ma wyłonić najlepszego kandydata. Jednakże w przypadku pracowników Ministerstwa Skarbu Państwa takie postępowanie nie jest wymagane. Dodatkową zaletą dla Skarbu Państwa powoływania takich osób jest pewność, że będą one działały w jego interesie<sup>4</sup>.

Tablica 4 przedstawia, jak kształtował się średni udział pracowników Ministerstwa Skarbu Państwa / przedstawicieli akcjonariusza dominującego w badanych spółkach w latach 2010–2015.

**Tablica 4. Liczba pracowników Ministerstwa Skarbu Państwa/przedstawicieli akcjonariusza dominującego w radach nadzorczych w latach 2010–2015**

Rok	Średni udział pracowników MSP w spółkach giełdowych z udziałem Skarbu Państwa	Średni udział przedstawicieli akcjonariusza dominującego w prywatnych spółkach giełdowych
2010	0,25	0,49
2011	0,24	0,49
2012	0,22	0,57
2013	0,23	0,52
2014	0,25	0,47
2015	0,25	0,53

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych oraz życiorysów członków rad nadzorczych.

W całym badanym okresie średni udział pracowników Ministerstwa Skarbu Państwa był znacznie niższy niż w przypadku przedstawicieli akcjonariusza dominującego w prywatnych spółkach giełdowych. Może to wynikać z faktu, iż w większości badanych spółek Skarbu Państwa Skarb Państwa był akcjonariuszem mniejszościowym, przez co mógł wykorzystać tylko dodatkowe uprawnienia znajdujące się w statutach spółek. Innym możliwym wytłumaczeniem jest to, że w składzie rad nadzorczych Skarb Państwa miał także innych swoich przedstawicieli, którzy nie byli jednocześnie pracownikami Ministerstwa Skarbu Państwa. Wydaje się, że ta

<sup>4</sup> Będąc pracownikami MSP, będą otrzymywać z ministerstwa wytyczne dotyczące stanowiska, jakie mają zajmować w poszczególnych głosowaniach na walnych zgromadzeniach.

interpretacja wyników jest znacznie bardziej prawdopodobna, biorąc pod uwagę wpływ, jaki Skarb Państwa ma na działalność spółek.

Podstawowym zadaniem niezależnych członków zasiadających w radzie jest dbanie o to, by decyzje podejmowane przez zarząd były zgodne z interesem spółki. W przypadku gdy spółka charakteryzuje się skoncentrowaną własnością, zadaniem niezależnych członków jest także ochrona akcjonariuszy mniejszościowych przed szkodliwym działaniem akcjonariusza posiadającego kontrolny pakiet akcji. Skarb Państwa, tak jak i inni akcjonariusze dominujący, mając dodatkowe uprawnienia wynikające ze statutów spółek, mogą wykorzystać je, ograniczając niezależność rady, powołując mniejszą liczbę członków niezależnych. W ten sposób mogą sobie zapewnić, że rada będzie realizowała przede wszystkim cele i zadania zbieżne z ich interesem. Tablica 5 przedstawia średni udział niezależnych członków pełniących funkcje w radach nadzorczych badanych spółek w latach 2010–2015.

**Tablica 5. Średni udział niezależnych członków w radach nadzorczych w latach 2010 – 2015**

Rok	Średni udział członków niezależnych w spółkach giełdowych z udziałem Skarbu Państwa	Średni udział członków niezależnych w prywatnych spółkach giełdowych
2010	0,31	0,42
2011	0,32	0,42
2012	0,34	0,33
2013	0,33	0,35
2014	0,35	0,39
2015	0,31	0,34

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych.

W przypadku średniego udziału członków niezależnych w radach nadzorczych nie widać znaczących różnic, biorąc pod uwagę typ spółki. W spółkach giełdowych z udziałem Skarbu Państwa, jak i prywatnych spółkach giełdowych, udział ten kształtował się na poziomie nieprzekraczającym 45% członków rady nadzorczej, z niewielką przewagą w przypadku prywatnych spółek giełdowych. Wyniki te mogą świadczyć o tym, że bez względu na typ akcjonariusza dominującego stara się on mieć jak największy wpływ na działalność spółki, ograniczając niezależność rady nadzorczej do minimum wynikającego z przepisów prawnych i środowiskowych, a także z zapisów znajdujących się w statutach spółek.

Zgodnie z dobrymi praktykami [GPW, 2016] spółki, w ramach działalności rady nadzorczej, powinny powoływać stałe komitety. Ich zadaniem

jest wspieranie rady nadzorczej w bieżącej działalności. Dodatkowo ustawa o biegłych rewidentach zobowiązuje spółki do tworzenia komitetu audytu<sup>5</sup>. Tablica 6 pokazuje, jak do możliwości powoływania komitetów, w ramach działalności rady nadzorczej, odnoszą się badane spółki.

**Tablica 6. Średnia liczba stałych komitetów działających przy radach nadzorczych badanych spółek w latach 2010–2015**

Rok	Średnia liczba komitetów w spółkach giełdowych z udziałem Skarbu Państwa	Średnia liczba komitetów w prywatnych spółkach giełdowych
2010	2,14	1,50
2011	2,20	1,36
2012	2,31	1,24
2013	2,24	1,59
2014	2,29	1,65
2015	2,53	1,82

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych.

W przypadku stałych komitetów w spółkach w udziałem Skarbu Państwa funkcjonuje ich więcej w porównaniu do prywatnych spółek giełdowych. Może to wynikać z faktu, iż w badaniu został uwzględniony komitet audytu, którego zadania w przypadku pięcioosobowej rady nadzorczej może wykonywać cała rada nadzorcza. Innym wytłumaczeniem może być chęć pokazania przez Skarb Państwa opinii publicznej, iż spółki z udziałem Skarbu Państwa charakteryzują się wysoką jakością standardów nadzoru korporacyjnego, przestrzegając nie tylko przepisów prawnych, ale także środowiskowych.

## Zakończenie

Na rynku występuje wiele różnych typów inwestorów. Jednym z nich jest Skarb Państwa. Podobnie jak inni akcjonariusze jego podstawowym celem jest uzyskanie zwrotu z zainwestowanego kapitału. W literaturze podkreśla się jednak, iż nie jest to jedyny cel, jakim kieruje się Skarb Państwa. W jego przypadku należy podkreślić także interes publiczny [Postuła, 2014]. Z tego powodu Skarb Państwa często uzyskuje dodatkowe uprawnienia.

Tak jak każdy akcjonariusz Skarbu Państwa może korzystać z prawa głosu na walnym zgromadzeniu, wpływając w ten sposób na podejmowane decyzje w spółce. Ponadto w wielu przypadkach w statutach spółek pojawiają się dodatkowe upoważnienia dla Skarbu Państwa. Dzięki nim

<sup>5</sup> W przypadku gdy rada nadzorcza składa się z nie więcej niż pięciu członków, zadania komitetu audytu może wykonywać cała rada nadzorcza.

Skarb Państwa może w znaczący sposób wpływać na kształtowanie się nadzoru korporacyjnego w spółce.

Celem artykułu było zbadanie, jak występowanie w akcjonariacie spółki Skarbu Państwa przekłada się na wybrane standardy nadzoru korporacyjnego w badanych spółkach.

Skarb Państwa jako akcjonariusz przyczynia się do ograniczania uprawnień pozostałym akcjonariuszom, nawet gdy posiadają oni znacznie większe pakiety akcji w porównaniu do niego. Dzięki zapisom umieszczonym w statutach spółek Skarb Państwa znajduje się w uprzywilejowanej pozycji przy wyborze składu rady nadzorczej, a także podczas głosowań na walnych zgromadzeniach.

Należałoby się w związku z tym zastanowić, czy takie zapisy są konieczne, biorąc pod uwagę, iż prywatne spółki giełdowe charakteryzują się znacznie lepszą sytuacją ekonomiczną. Ograniczenie przywilejów dla Skarbu Państwa przyczyniłoby się do zwiększenia efektywności nadzoru korporacyjnego w spółkach, w których występuje ten typ akcjonariusza. Brak dodatkowych uprawnień dla Skarbu Państwa zachęcałby także innych graczy na rynku do inwestowania w te spółki. Mogliby oni bowiem w pełni korzystać ze swoich praw wynikających z roli akcjonariusza, które obecnie są ograniczone.

## Literatura

- Adamska A. (2013), *Mechanizmy sprawowania kontroli w spółkach publicznych z udziałem Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2, cz. 6.
- GPW (2016), *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016*, Załącznik do Uchwały nr 26/1413/2015 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 października 2015 r.
- Dolgopiatova V. (2007), *Ownership Concentration and Russian Company Development*, „Problems of Economic Transition”, Vol. 50, No. 5.  
<http://www.msp.gov.pl/pl/import/1,Wykaz-spolek-z-mniejszosciovym-udzialem-Skarbu-Panstwa.html>, dostęp: 4.10.2016.
- <http://www.msp.gov.pl/pl/import/3,Wykaz-spolek-z-wiekszosciovym-udzialem-Skarbu-Panstwa.html>, dostęp: 4.10.2016.
- Kočenda E., Svejnar J. (2003), *Ownership and firm performance after large-scale privatization*, Fifth International Conference on „Enterprise in Transition”.
- Kozarzewski P. (2003), *Corporate governance structures in Polish latest privatized enterprises*, Fifth International Conference on „Enterprise in Transition”.
- Krivosogorsky V., Burton F.G. (2011), *Dominant owners and financial performance of continental European firms*, „Journal of International Accounting Research”, Vol. 11, No. 1.
- Pedersen T., Thomsen S. (2003), *Ownership structure and value of the largest European firms: the importance of owner identity*, „Journal of Management and Governance”, Vol. 7, No. 1.



- Postuła I. (2013), *Cechy charakterystyczne i problemy funkcjonowania rad nadzorczych spółek Skarbu Państwa*, „Zarządzanie i Finanse”, nr 2, cz. 6.
- Postuła I. (2014), *Interes publiczny jako cel lub determinanta celów Skarbu Państwa*, „Studia Prawno-Ekonomiczne”, tom XCII.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1577 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz. U. poz. 1089 z późn. zm.).
- Wearing R. (2005), *Cases in corporate governance*, SAGE Publications, London.
- Zarządzenie nr 45 Ministra Skarbu Państwa z dnia 6 grudnia 2007 r. w sprawie zasad i trybu doboru kandydatów do składu rad nadzorczych spółek handlowych z udziałem Skarbu Państwa oraz rad nadzorczych innych podmiotów prawnych nadzorowanych przez Ministra Skarbu Państwa (Dz. U. MSP z 2007 r. nr 2, poz. 4).

## Streszczenie

Skarb Państwa jako akcjonariusz z jednej strony jest inwestorem portfelowym, co postrzegane jest jako czynnik osłabiający aktywność, z drugiej zaś jest inwestorem długoterminowym, co może zwiększać motywację do angażowania się w sprawy spółek. Pojawienie się Skarbu Państwa w akcjonariacie spółki pociąga za sobą także konsekwencje dla jej organów statutowych. Obowiązujące w Polsce przepisy prawne regulują kwestie dotyczące możliwości powoływania przez Skarb Państwa swoich przedstawicieli do rad nadzorczych, czy też poziomu wynagrodzenia członków zarządu. Przywileje te sprawiają, że Skarb Państwa może mieć istotny wpływ na standardy nadzoru korporacyjnego w spółce.

Celem artykułu jest ocena wybranych standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Zostało zbadane, jakie zapisy, dające dodatkowe uprawnienia Skarbowi Państwa a także ograniczające je, znajdują się w statutach spółek z udziałem Skarbu Państwa. Skonfrontowane to zostało w przepisami z zakresu standardów nadzoru korporacyjnego, znajdującymi się w porównywalnej próbie spółek giełdowych. Przeprowadzona analiza miała także na celu porównanie, jak w praktyce Skarb Państwa (w przypadku spółek z udziałem Skarbu Państwa) i akcjonariusz dominujący (w przypadku prywatnych spółek giełdowych) wykorzystują uprawnienia wynikające z dokumentów statutowych.

## Słowa kluczowe

Skarb Państwa, nadzór korporacyjny, spółki z udziałem Skarbu Państwa

## The assessment of selected standards of corporate governance in companies with State Treasury shareholding: Comparative Analysis (Summary)

State Treasury as a shareholder is on the one hand is a portfolio investor, which is seen as a factor weakening activity, and on the other hand is a long-term investor, which may increase the motivation to get involved in the affairs of companies. The advent of the Treasury in the shareholding of a company entails

also consequences for its statutory bodies. The current Polish regulations govern the issues concerning the possibility of appointing their representatives to supervisory boards by the State Treasury and the level of remuneration of management board members. Due to these privileges the State Treasury may have a significant impact on the standards of corporate governance in the company.

The aim of this article is to evaluate selected standards of corporate governance in companies with State Treasury shareholding. I have examined which provisions, providing additional powers to the State Treasury and also limiting these powers, are found in the statutes of companies with State Treasury shareholding. These provisions were juxtaposed with the provisions concerning standards of corporate governance contained in the comparable sample of listed companies. The analysis was also to compare how in practice the State Treasury (in the case of companies with State Treasury shareholding) and a dominant shareholder (in the case of private listed companies) use powers resulting from their statutory documents.

**Keywords**

The State Treasury, Corporate governance, State Owned Company

**Robert Zajkowski\***

## **Cele działalności przedsiębiorstw rodzinnych a wybrane determinanty polityki dywidendy**

### **Wstęp**

Celem artykułu jest identyfikacja i prezentacja zależności występujących pomiędzy różnymi celami funkcjonowania przedsiębiorstwa rodzinnego a wybranymi determinantami kształtującymi politykę dywidendy. Bazując na wynikach badań bezpośrednich, zbudowane zostały adekwatne modele regresji, których zadaniem było zweryfikowanie na poziomie statystycznym zależności pomiędzy wyróżnionymi grupami zmiennych. Okazało się, że przynajmniej część zidentyfikowanych, istotnych statystycznie współzależności potwierdziła wyniki wcześniejszych badań opublikowanych w literaturze przedmiotu. Przykładowo utrzymanie niezależności przedsiębiorstwa od innych podmiotów, zapewnienie silnego tempa wzrostu, a także utrzymywanie ścisłych, długofalowych związków z innymi podmiotami zwiększa poziom potrzeb inwestycyjnych, co w konsekwencji wpływa negatywnie na poziom wypłacanych dywidend. Inne zidentyfikowane zależności wydają się być natomiast dobrym punktem wyjścia do prowadzenia dalszych prac badawczych. Dane liczbowe wykorzystane w pracy zostały zgromadzone w ramach projektu NCN 2012/07/B/HS4/00455 „Ład korporacyjny, struktura własnościowa i wyniki finansowe przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce i Austrii – analiza porównawcza”.

### **1. Determinanty polityki dywidendy w przedsiębiorstwie**

Od czasu, kiedy ukazały się pierwsze publikacje dotyczące problematyki kształtowania wypłat dywidendy, stanowi ona jeden z kluczowych i wciąż kontrowersyjnych aspektów zarządzania finansami podmiotów gospodarczych. Początkowo badania poświęcone były analizie zależności występujących pomiędzy wskaźnikami wypłat dywidendy a zmianami rentowności przedsiębiorstw w czasie [Lintner, 1956, s. 97–113]. Na przestrzeni lat liczne opracowania, bazujące zarówno na wynikach badań bezpośrednich, jak również obserwacjach decyzji przedsiębiorstw, ukazały olbrzymią złożoność i wielopłaszczyznowość tej problematyki. Doprowadziły też do sformułowania szeregu teorii i hipotez zmierzających do

---

\* Dr, Katedra Bankowości, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, pl. Marii Curie-Skłodowskiej 5, 20-031 Lublin, robert.zajkowski@umcs.lublin.pl

wyjaśnienia różnych sposobów postępowania jednostek gospodarczych w tym obszarze. Jednym z głównych, nieustannie analizowanych wątków jest zależność poziomu wypłat dywidendy od struktury własnościowej, która w mniejszym lub większym stopniu odwołuje się do teorii agencji i kosztów agencji. Udowadnia się przy tym różnice poziomu wypłat dywidendy w firmach kontrolowanych przez rodzinę, należących do Skarbu Państwa, będących własnością instytucji finansowych, należących do nierezydentów, czy też kontrolowanych przez pojedyncze osoby prawne lub fizyczne [Chen i inni, 2005, s. 431–449; Gugler, 2003, s. 1297–1321; Khan, 2006, 172–189].

M. Miller i F. Modigliani na gruncie teorii nieistotności dywidendy udowadniali, że poziom wypłat nie wywiera wpływu na wartość przedsiębiorstwa, gdyż ta zależy od oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka [Miller, Modigliani, 1961, s. 412; Brigham, Houston, 2011, s. 484]. W związku z tym zmiana polityki dywidendy powoduje ich zdaniem jedynie przesunięcie proporcji podziału zysku firmy pomiędzy dywidendę i korzyści z tytułu wzrostu wartości akcji/udziałów [Wrońska, 2006, s. 397].

W opozycji do teorii nieistotności dywidendy znajduje się koncepcja „wróbla w garści”. Zgodnie z nią inwestorzy preferują możliwość otrzymania dywidendy „teraz” niż konieczność oczekiwania na znacznie bardziej ryzykowne zyski kapitałowe [Keown i inni, 2007, s. 418]. Inwestorzy chętniej więc kupują akcje tych firm, które wypłacają wysokie dywidendy, przez co jednocześnie wpływają na wzrost ich cen.

Według teorii sygnalizacji dywidenda posiada charakter pozytywnego impulsu wysyłanego przez przedsiębiorstwo do obecnych i przyszłych inwestorów. Jego zadaniem, w warunkach asymetrii informacji, jest uświadomienie różnym grupom interesariuszy, że podmiot gospodarczy przewiduje osiągnięcie pozytywnych efektów ekonomicznych i przepływów finansowych w przyszłości [Bhattacharya, 1979, s. 259–270].

Zgodnie natomiast z teorią preferencji podatkowych [Litzenberger, Ramaswamy, 1979, s. 163–195] inwestorzy, ze względu na możliwość optymalizacji poziomu płaconych danin, mogą korzystniej oceniać fakt zatrzymywania zysków przez przedsiębiorstwo, licząc na niżej opodatkowane dochody kapitałowe. W praktyce oznacza to więc włączanie do portfela inwestycyjnego tych jednostek gospodarczych, które wypłacają niższe dywidendy, a tym samym wywieranie presji na wzrost cen ich akcji lub udziałów.

Na tle ogólnych teorii opisujących kształtowanie polityki dywidendy znaleźć można szereg publikacji, w których zaprezentowane zostały wyniki badań ukazujące jednostkowe zależności pomiędzy różnymi aspektami funkcjonowania przedsiębiorstw (odzwierciedlonymi przez odpowiednie

wskaźniki, mierniki, wartości liczbowe itp.) a kwotami (wskaźnikami, stopami) wypłacanych dywidend. Przykładowo z badań przeprowadzonych przez M. Myersa wynika, że nominalne wartości zysków, stopa zysku, własność instytucjonalna oraz relacja długów do kapitałów wywierają istotny wpływ na decyzje w zakresie dywidendy [Myers, 2004, s. 1–12]. Z badań S. Kanii i F. Bacona wynika z kolei, iż takie zmienne, jak wzrost sprzedaży, ekspansja czy *insider ownership*<sup>1</sup>, posiadają negatywny wpływ na decyzje firm w zakresie wypłat dywidendy [Kania, Bacon, 2005, s. 97–107]. W pracy B. Kaźmierskiej-Jóźwiak badane były wpływy poziomu dźwigni, płynności, rentowności, wielkości firmy i ryzyka jako czynników determinujących kształtowanie polityki dywidendy spółek spoza sektora finansowego, notowanych na GPW. Autorka udowodniła, że wystąpiły ujemne zależności pomiędzy rentownością i płynnością a wypłatami z zysku. Pozytywny związek wystąpił natomiast w przypadku wielkości podmiotu gospodarczego, mierzonej wartością aktywów [Kaźmierska-Jóźwiak, 2013, s. 476]. Według części autorów zauważalna jest także ujemna relacja pomiędzy potrzebami i wydatkami inwestycyjnymi firm a skłonnością do wypłaty dywidendy. Generalnie podmioty wdrażające plany inwestycyjne wypłacają niższe lub zaprzestają wypłat z zysku na rzecz właścicieli [Deshmukh, 2003, s. 351–368]. Reasumując, warto przytoczyć fragment pracy G. Hellström i G. Inagambaev, w której zebrane zostały wnioski różnych badaczy pokazujące, które parametry opisujące sytuację ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa wykazują negatywną, a które pozytywną korelację z poziomem wypłat dywidendy. Autorzy wskazali, że pozytywne współzależności występują pomiędzy poziomem wypłat dywidendy a liczbą udziałowców, występowaniem w strukturze własnościowej Skarbu Państwa, wielkością przedsiębiorstwa (mierzoną poziomem obrotów lub liczbą zatrudnionych), przepływami pieniężnymi, przepływami pieniężnymi netto, rentownością (EBIT/aktywa razem, ROE), podatkami (stopa opodatkowania), zyskiem zatrzymanym i ryzykiem (malejący poziom ryzyka). Negatywne natomiast zależności występują po zestawieniu poziomu wypłat dywidendy z ryzykiem (miary ryzyka, współczynnik beta), *insider ownership*, orientacją na wzrost, wskaźnikiem: wartość rynkowa do wartości księgowej akcji oraz dźwignią finansową (dług/kapitał własny) [Hellström, Inagambaev, 2012, s. 23].

<sup>1</sup> *Insider ownership* – akcje/udziały będące własnością osób posiadających dostęp do informacji wewnętrznych, niedostępnych przeciętnemu inwestorowi zewnętrznemu, np. akcje spółki będące własnością członków jej zarządu, kluczowych menedżerów itp. Termin ten bywa czasami tłumaczony na język polski jako „własność insiderska”, jednakże wydaje się, że przyjęcie oryginalnej pisowni jest bardziej prawidłowe.

## 2. Determinanty polityki dywidendy w przedsiębiorstwie rodzinnym

Wyniki badań prowadzonych w różnych częściach świata potwierdzają, że „skłonność” i poziom wypłacanych dywidend, mierzone za pomocą wskaźników relacyjnych, są wyższe w firmach rodzinnych niż nierodzinnych [Isakov, Weisskopf, 2015, s. 330–344]. Część badaczy podkreśla, że zachowania tego rodzaju są spowodowane przez fakt, że firmy rodzinne zorientowane są nie tylko na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa, ale również realizują szereg celów pozaekonomicznych [Corbetta, Salvato, 2004, s. 355–362]. Przykładem może być chociażby budowa odpowiedniej reputacji przedsiębiorstwa poprzez np. okazanie „dobrego traktowania” współwłaścicieli mniejszościowych [Gomes, 2000, s. 615–646]. Zbliżone wnioski znaleźć można w innych badaniach, gdzie podkreśla się, iż rolą dywidendy w przedsiębiorstwach, szczególnie zdominowanych przez rodzinę, jest łagodzenie negatywnych konsekwencji wynikających z „napięć agencyjnych” [Block, 2012, s. 248–265]. Część autorów podkreśla, że w firmach rodzinnych ścierają się „potrzeby rodziny” z realnym poziomem obiektywnych efektów ekonomicznych przedsiębiorstwa. Zdarza się więc, że firma wypłaca wyższe dywidendy, niż wynika to z jej sytuacji ekonomicznej, chcąc zaspokoić oczekiwania i potrzeby członków rodziny [Yrjö Collin, Ahlberg, 2012, s. 28]. Jak łatwo więc zauważyć, istnieje cała gama różnorodnych czynników wpływających na kształtowanie polityki dywidendy, typowych dla wszystkich rodzajów przedsiębiorstw, na tle których zidentyfikować można indywidualne uwarunkowania charakterystyczne dla firm rodzinnych. W kontekście analizy porównawczej przedsiębiorstw rodzinnych istotne wydają się być spostrzeżenia zaprezentowane przez M. Bertranda i A. Schoara. Wykazali oni, że takie czynniki, jak zarządzanie w perspektywie długoterminowej, zastępowanie i osłabianie formalnej struktury oraz koniugacje polityczne mogą wzmacniać efektywność ekonomiczną firm rodzinnych. Z drugiej strony natomiast nepotyzm, spuścizna rodziny, normy dziedziczenia mogą wpływać negatywnie [Bertrand, Schoar, 2006, s. 73–96].

Spostrzeżenia te stały się punktem wyjścia do rozważań zawartych w dalszej części opracowania. Mianowicie w oparciu o dane empiryczne zgromadzone w ramach badań bezpośrednich prowadzonych dla potrzeb projektu NCN: „Ład korporacyjny, struktura własnościowa i wyniki finansowe przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce i Austrii – analiza porównawcza” interesujące wydało się zbadanie związków występujących pomiędzy różnorodnymi celami przedsiębiorstw rodzinnych a wybranymi determinantami kształtującymi poziom wypłat dywidendy. Bazując na

przedstawionych wynikach *desk research*, sformułowane zostały trzy hipotezy badawcze:

H<sub>1</sub>: Realizacja celów przedsiębiorstwa zorientowanych na długookresowy wzrost negatywnie wpływa na stopę wypłat dywidendy w średnich i dużych przedsiębiorstwach rodzinnych w Polsce.

H<sub>2</sub>: Realizacja celów przedsiębiorstwa zorientowanych na zaspokajanie potrzeb członków rodziny pozytywnie warunkuje czynniki wypłat dywidendy, wpływając na zwiększenie skali wypłat w średnich i dużych przedsiębiorstwach rodzinnych w Polsce.

H<sub>3</sub>: Ograniczanie ryzyka wyrażone poprzez wyższą percepcję celów w tym zakresie oddziałuje negatywnie na dywidendy wypłacane przez średnie i duże przedsiębiorstwa rodzinne w Polsce.

Hipotezy te zostały następnie poddane weryfikacji za pomocą wybranych metod ilościowych.

### 3. Próba badawcza i zmienne

Proces gromadzenia danych przeprowadzony został w drugiej połowie 2014 r. Badaniom poddane zostały średnie i duże przedsiębiorstwa polskie, reprezentujące zarówno firmy rodzinne, jak też nierodzinne. Łącznie przebadano 758 podmiotów, spośród których na podstawie wskaźnika SFI (*Substantial Family Influence*) [Klein, 2000, s. 157–173] wyodrębnionych zostało 396 firm rodzinnych. Przeciętny wiek badanych przedsiębiorstw rodzinnych wynosił 21 lat. Zdecydowana większość z nich (68%) pozostawała w rękach pierwszej generacji, 31% zadeklarowało udział drugiej generacji w grupie współwłaścicieli, a udział trzecich i dalszych pokoleń wskazał zaledwie 1% badanych. Przeciętne zatrudnienie w grupie badanych firm rodzinnych wyniosło 114 osób, co pozwalało je zakwalifikować do średnich podmiotów. Analizowane jednostki gospodarcze okazały się natomiast relatywnie małe pod względem przychodów (75,2% wykazało przychody niższe niż 10 mln euro średniorocznie). Większość badanych podmiotów, tj. 57,1%, działała w sferze produkcji, 13,8% w budownictwie, a pozostałe w innych sektorach. Przedsiębiorstwa okazały się być zdywersyfikowane pod względem dominującego obszaru działalności. Zgodnie z uzyskanymi wynikami 43% przedsiębiorstw realizowało ponad połowę przychodów na terenie własnego kraju, 43% na obszarze regionu, a 19% za granicą.

Spśród informacji zgromadzonych w trakcie procesu badawczego wyodrębnione zostały dwie grupy zmiennych. Pierwszą z nich były zmienne endogeniczne obejmujące cztery wybrane determinanty polityki dywidendy, tj.:  $y_1$  – potrzeby inwestycyjne,  $y_2$  – potrzeby w zakresie płynności,  $y_3$  – ryzyko działalności,  $y_4$  – stabilny poziom wypłat z zysku.

Zmienne egzogeniczne to z kolei zbiór celów funkcjonowania przedsiębiorstw rodzinnych, obejmujących:  $x_1$  – długookresowy wzrost wartości przedsiębiorstwa,  $x_2$  – krótkookresową maksymalizację zysków,  $x_3$  – utrzymanie niezależności przedsiębiorstwa od podmiotów trzecich,  $x_4$  – zapewnienie silnego tempa wzrostu przedsiębiorstwa,  $x_5$  – utrzymanie istnienia przedsiębiorstwa w długim okresie,  $x_6$  – minimalizację ryzyka ekonomicznego,  $x_7$  – utrzymanie bądź stworzenie miejsc pracy,  $x_8$  – tworzenie majątku bądź zapewnienie wysokiego standardu życia głównego przedsiębiorcy bądź rodziny przedsiębiorcy,  $x_9$  – zatrudnienie członków rodziny w przedsiębiorstwie,  $x_{10}$  – przekazanie przedsiębiorstwa następnej generacji rodziny przedsiębiorcy,  $x_{11}$  – rozpowszechnienie systemu wartości głównego właściciela bądź rodziny przedsiębiorcy oraz utrzymanie tradycji rodzinnych,  $x_{12}$  – ścisłe, długotrwałe związki z podmiotami trzecimi (jak dostawcy, izby gospodarcze, instytucje państwowe itp.).

Stosując skalę nominalną, określone zostało znaczenie w działalności przedsiębiorstwa zarówno determinant polityki dywidendy, jak również poszczególnych celów działalności, przy czym 1 oznacza bardzo małe, a 5 bardzo duże znaczenie wyszczególnionych czynników.

#### 4. Korelacja i regresja analizowanych zmiennych

Analizowane zmienne wykazały znaczną liczbę istotnych związków korelacyjnych (por. tablica 1 – wartości wytluszczone), zarówno na poziomie 0,05, jak też 0,01. Wskazuje to więc na występowanie szeregu współzależności, zarówno o charakterze dodatnim, jak i ujemnym pomiędzy zmiennymi endogenicznymi i egzogenicznymi, jak również w obrębie poszczególnych grup czynników.

Zgodnie z ogólnymi zasadami doboru zmiennych do modeli ekonometrycznych [Sobczyk, 2013, s. 17] występowanie korelacji stanowi „dobre podstawy” do osądu, iż budowa modeli regresji może skutkować identyfikacją istotnych zależności przyczynowo-skutkowych. Modele regresji ukazujące wpływ zmiennych objaśniających ( $x$ ) na poszczególne zmienne objaśniane ( $y$ ) zebrane zostały w tablicy 2. Weryfikacja statystyczna wykazała, że cele działalności przedsiębiorstwa, jak długookresowy wzrost wartości ( $x_1$ ), utrzymanie niezależności przedsiębiorstwa od innych podmiotów ( $x_3$ ), zapewnienie silnego tempa wzrostu ( $x_4$ ) oraz utrzymywanie ścisłych, długofalowych związków z innymi podmiotami ( $x_{12}$ ) oddziałuje dodatnio na poziom potrzeb inwestycyjnych ( $y_1$ ), co w konsekwencji, zgodnie z wynikami szeregu badań, wpływa negatywnie (zmniejsza) na poziom wypłacanych dywidend [Nizar Al-Malkawi, 2008, s. 183–184]. Wyniki badań potwierdziły więc w całości hipotezę  $H_1$ . Z drugiej strony zauważyć należy, że realizacji



Tablica 1. Korelacja czynników warunkujących politykę dywidendy od celów funkcjonowania przedsiębiorstwa

	$Y_1$	$Y_2$	$Y_3$	$Y_4$	$Y_1$	$Y_2$	$Y_3$	$Y_4$	$X_3$	$X_4$	$X_5$	$X_6$	$X_7$	$X_8$	$X_9$	$X_{10}$	$X_{11}$	$X_{12}$
$Y_1$	Pearson N	1 380	,280** 379	,547** 376	,232** 376	,139** 367	-,022 364	,093 365	,078 373	,032 369	-,034 368	-,006 368	-,102 356	,113 284	,100 324	,098 337	,167** 364	
$Y_2$	Pearson N	1 381	,241** 380	,405** 377	,056 367	,139** 365	-,025 366	,049 374	-,056 370	-,032 369	-,045 357	,156** 369	,146** 369	,156** 284	,109* 324	,062 337	,161** 364	
$Y_3$	Pearson N	1 380	1 380	,177** 377	,062 366	-,078 364	,067 365	-,043 373	,023 369	-,069 368	-,111* 356	-,062 368	-,020 353	,061 353	,132* 281	,024 323	,031 336	,112* 363
$Y_4$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	,015 363	,016 361	,053 362	,011 370	,003 366	-,133* 365	-,020 365	-,020 365	-,020 365	,061 353	,132* 281	,024 320	-,011 333	,068 360
$X_1$	Pearson N	1 381	1 380	1 377	1 363	-,068 365	,213** 368	,350** 377	,251** 372	,290** 371	,203** 370	,203** 370	,203** 370	,165** 358	,114 289	,198** 327	,209** 341	,088 368
$X_2$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	,068 364	,053 372	-,103* 367	-,003 369	-,003 366	-,003 366	,039 366	,244** 355	,214** 282	,125* 323	,119* 337	,053 365
$X_3$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	,243** 372	,199** 373	,183** 371	,154** 369	,154** 369	,154** 369	,095 359	,067 284	,181** 326	,155** 339	,128* 367
$X_4$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	,294** 382	,397** 380	,372** 379	,372** 379	,133* 366	,006 294	,158** 333	,157** 346	,108* 374
$X_5$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	1 382	,296** 375	,280** 374	,280** 374	,012 361	-,077 290	,172** 328	,123* 340	,070 367
$X_6$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	1 385	1 383	1 383	,401** 375	,000 363	-,014 290	,113* 329	,149** 344	,134** 371
$X_7$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	1 385	1 383	1 383	1 383	,091 363	,067 291	,154** 329	,239** 343	,178** 369
$X_8$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	1 385	1 383	1 383	1 383	1 363	,265** 288	,307** 328	,202** 341	,010 362
$X_9$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	1 385	1 383	1 383	1 383	1 363	1 297	,393** 280	,421** 280	,306** 362
$X_{10}$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	1 385	1 383	1 383	1 383	1 363	1 297	1 276	,462** 323	,207** 330
$X_{11}$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	1 385	1 383	1 383	1 383	1 363	1 297	1 276	1 323	1 330
$X_{12}$	Pearson N	1 380	1 380	1 377	1 363	1 378	1 364	1 377	1 373	1 385	1 383	1 383	1 383	1 363	1 297	1 276	1 323	1 330

\*, p &lt; 0,05 (dwustronnie); \*\*, p &lt; 0,01 (dwustronnie)

Źródło: Obliczenia własne.

potrzeb inwestycyjnych nie sprzyjają plany związane z utrzymaniem lub tworzeniem miejsc pracy ( $x_7$ ) lub też dotyczące tworzenia majątku lub zorientowane na kreowanie wysokiego standardu życia głównego przedsiębiorcy lub rodziny przedsiębiorcy ( $x_8$ ). Na poziomie statystycznym potwierdzona została więc częściowo hipoteza  $H_2$  (brak istotnej statystycznie zależności dla zmiennej  $x_9$  – zatrudnienie członków rodziny w przedsiębiorstwie oraz  $x_{11}$  – rozpowszechnienie systemu wartości głównego właściciela bądź rodziny przedsiębiorcy oraz utrzymanie tradycji rodzinnych).

**Tablica 2. Modele regresji opisujące zależność czynników warunkujących politykę dywidendy od celów funkcjonowania przedsiębiorstwa**

	y <sub>1</sub> potrzeby inwestycyjne		y <sub>2</sub> płynność		y <sub>3</sub> ryzyko		y <sub>4</sub> stabilny poziom wypłat z zysku	
	B	t	B	t	B	t	B	t
stała	1,692	1,823 (0,0697)	2,242	2,294 (0,0228)	3,332	3,553 (0,0005)	2,850	2,998 (0,003)
x <sub>1</sub>	<b>,210</b>	<b>1,855</b> <b>(0,065)</b>	,041	,344 (0,7309)	,065	,564 (0,5732)	,017	,149 (0,8819)
x <sub>2</sub>	-,019	-,248 (0,8043)	,074	,938 (0,3492)	<b>-,198</b>	<b>-2,598</b> <b>(0,0101)</b>	-,054	-,698 (0,4858)
x <sub>3</sub>	<b>,157</b>	<b>1,711</b> <b>(0,0886)</b>	,042	,435 (0,6642)	<b>,200</b>	<b>2,160</b> <b>(0,0319)</b>	,056	,600 (0,5489)
x <sub>4</sub>	<b>,290</b>	<b>2,204</b> <b>(0,0286)</b>	,171	1,236 (0,218)	,040	,298 (0,7664)	,049	,358 (0,7204)
x <sub>5</sub>	,034	,194 (0,8463)	-,141	-,759 (0,4487)	,136	,760 (0,4482)	,045	,245 (0,8066)
x <sub>6</sub>	-,156	-1,207 (0,2289)	-,215	-1,576 (0,1165)	<b>-,314</b>	<b>-2,400</b> <b>(0,0173)</b>	<b>-,395</b>	<b>-2,975</b> <b>(0,0033)</b>
x <sub>7</sub>	<b>-,255</b>	<b>-2,415</b> <b>(0,0166)</b>	-,123	-1,103 (0,2713)	<b>-,203</b>	<b>-1,894</b> <b>(0,0596)</b>	,040	,363 (0,7173)
x <sub>8</sub>	<b>-,197</b>	<b>-2,236</b> <b>(0,0264)</b>	,131	1,413 (0,1591)	-,112	-1,256 (0,2104)	,101	1,113 (0,2669)
x <sub>9</sub>	,077	,854 (0,3943)	-,030	-,311 (0,756)	,072	,784 (0,4337)	,028	,298 (0,7663)
x <sub>10</sub>	,083	,884 (0,3775)	<b>,186</b>	<b>1,895</b> <b>(0,0594)</b>	,003	,030 (0,9758)	,094	,965 (0,3356)
x <sub>11</sub>	-,028	-,283 (0,7778)	-,103	-,969 (0,3337)	,048	,464 (0,6428)	-,083	-,797 (0,4265)
x <sub>12</sub>	<b>,237</b>	<b>2,600</b> <b>(0,01)</b>	<b>,215</b>	<b>2,246</b> <b>(0,0257)</b>	<b>,236</b>	<b>2,556</b> <b>(0,0113)</b>	,062	,665 (0,5068)

Źródło: Obliczenia własne.

Potrzeby przedsiębiorstwa w zakresie płynności ( $y_2$ ) były pozytywnie warunkowane wówczas, gdy istotne znaczenie dla przedsiębiorstwa posiadają plany sukcesji ( $x_{10}$ ), a także utrzymywanie ścisłych, długofalowych związków z innymi podmiotami ( $x_{12}$ ). Bez pogłębionych badań trudno jest jednak postawić tezę, jaki to może mieć wpływ na politykę dywidendy, gdyż nie wiadomo, czy potrzeby w zakresie płynności wiążą się z faktem dysponowania znaczną wartością środków pieniężnych – ostrożnościowych. Wówczas nie należy oczekiwać wypłat wyższych wartości dywidend. Z drugiej strony orientacja na ww. cele może sprzyjać zdolności do generowania wyższego poziom nadwyżek, co może sprzyjać rozluźnieniu polityki dywidendy i w konsekwencji wyższym płatnościom na rzecz właścicieli.

Utrzymanie niezależności przedsiębiorstwa od innych podmiotów ( $x_3$ ), a także utrzymywanie ścisłych, długofalowych związków z innymi podmiotami ( $x_{12}$ ) wpływają dodatnio na percepcję znaczenia ryzyka w działalności przedsiębiorstwa ( $y_3$ ). Zgodnie z wcześniej przytoczonymi wynikami badań, jak również wnioskami przedstawionymi przez innych badaczy [Li, Zhao, 2008, s. 677] zależność taka najprawdopodobniej nie będzie wpływała korzystnie na skłonność i wartość wypłacanych dywidend. Uzyskane rezultaty wydają się więc potwierdzać hipotezę  $H_3$ . Krótkookresowa maksymalizacja zysków ( $x_2$ ), minimalizacja ryzyka ekonomicznego ( $x_6$ ) oraz plany związane z utrzymaniem lub tworzeniem miejsc pracy ( $x_7$ ) w konsekwencji oddziałują na zmniejszenie percepcji ryzyka funkcjonowania przedsiębiorstwa, co może oznaczać, że podmioty zorientowane na tego rodzaju cele wykażą nieco wyższą skłonność do wypłaty środków na rzecz właścicieli.

Na politykę stabilnych kwot wypłat dywidendy ( $y_4$ ) ujemnie wpływa zorientowanie przedsiębiorstwa na minimalizację ryzyka ekonomicznego ( $x_6$ ). Oznacza to więc, że presja związana z podjęciem działań ograniczających ryzyko destabilizuje stabilność kwot wypłat. Nie odpowiada natomiast na pytanie, czy w związku z tym będą one rosły czy malały. Odwołując się natomiast do wniosków przedstawionych w pracy B.K. Al Shabibi, i G. Ramesh, w której wskazano, że w kontekście teorii sygnalizacji bardziej ryzykowne przedsiębiorstwa wypłacają wyższe dywidendy, chcąc wysłać na rynek pozytywne informacje o ich przyszłych perspektywach rozwojowych [Al Shabibi, Ramesh, 2011, s. 105], można oczekiwać, że wśród badanych podmiotów długookresowa minimalizacja ryzyka wpłynie negatywnie na poziom wypłat dywidendy.

## Zakończenie

Powyższa analiza wydaje się potwierdzać znaną prawdę, zgodnie z którą „im bardziej zagłębialiśmy się w politykę dywidendy, tym nabieramy coraz większego przekonania, że jest ona jak puzzle, których elementy do siebie nie pasują” [Itzhak, 2010, s. 435]. W analizowanym przypadku, obejmującym średnie i duże polskie firmy rodzinne, dotyczyło to zwłaszcza percepcji ryzyka, którego wzrost z jednej strony może być postrzegany jako czynnik ograniczający wypłaty dywidendy, z drugiej strony tak samo może działać spadek, jeżeli uwzględnione zostaną założenia teorii sygnalizacji. Zastanawiać też może ujemny wpływ zorientowania na cele dotyczące utrzymania i tworzenia miejsc pracy z percepcją potrzeb w zakresie inwestycji. O ile utrzymanie miejsc pracy może wpływać negatywnie na inwestycje, szczególnie w okresie dekonjunktury, o tyle ich tworzenie wiąże się bezsprzecznie z jakąkolwiek formą inwestowania. Wydaje się, że w tym obszarze niezbędne są badania pogłębione. Pozostałe zależności pomiędzy celami działalności przedsiębiorstw a determinantami wypłat dywidendy w zasadzie nie budzą większych kontrowersji interpretacyjnych, potwierdzając w mniej lub bardziej zdecydowany sposób wcześniejsze spostrzeżenia znane z literatury.

## Literatura

- Al Shabibi B.K., Ramesh G. (2011), *An Empirical Study on the Determinants of dividend policy in the UK*, „International Research Journal of Finance and Economics”, No. 80.
- Bertrand M., Schoar A. (2006), *The Role of Family in Family Firms*, „The Journal of Economic Perspectives”, Vol. 20, No. 2.
- Bhattacharya S. (1979), *Imperfect Information, Dividend Policy, and „The Bird in the Hand” Fallacy*, „The Bell Journal of Economics”, Vol. 10, No. 1.
- Block J. (2012), *R&D investments in family and founder firms: An agency perspective*, „Journal of Business Venturing”, Vol. 27, No. 2.
- Brigham E.F., Houston J.F. (2011), *Fundamentals of Financial Management. 7 ed.*, Mason: South-Western.
- Chen Z., Cheung Y., Stouraitis A., Wong, A. (2005), *Ownership Concentration, Firm Performance, and Dividend Policy in Hong Kong*, „Pacific-Basin Finance Journal”, Vol. 13, No. 4.
- Corbetta G., Salvato C. (2004), *Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on „Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence”*, „Entrepreneurship Theory and Practice”, Vol. 28, No. 4.
- Deshmukh S. (2003), *Dividend Initiations and Asymmetric Information: A Hazard Mode*, „Financial Review”, Vol. 38, No. 3.
- Gomes A. (2000), *Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects*, „Journal of Finance”, Vol. 55, No. 2.

- Gugler K. (2003), *Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment*, „Journal of Banking & Finance”, Vol. 27, No. 7.
- Hellström G., Inagambaev G. (2012), *Determinants of Dividend Payout Ratios. A Study of Swedish Large and Medium Caps*, Umeå School of Business and Economics, Umeå University.
- Isakov D., Weisskopf J-P. (2015), *Pay-out policies in founding family firms*, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 33.
- Itzhak B-D. (2010), *Dividend Policy Decisions*, w: H.K. Baker, J.R. Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
- Kania S.L., Bacon F.W. (2005), *What Factors Motivate the Corporate Dividend Decision?*, „ASBBS E-Journal”, Vol. 1, No. 1.
- Kaźmierska-Jóźwiak B. (2013), *Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies*, „Procedia Economics and Finance”, No. 23.
- Keown A.J., Martin J.D., Petty J.W., Scott D.F. (2007), *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management*, 6 ed, Pearson Prentice Hall, London.
- Khan T., (2006), *Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data*, „The Economic Journal”, Vol. 116, No. 510.
- Klein S.B. (2000), *Family Businesses in Germany: Significance and Structure*, „Family Business Review”, Vol. 13, No. 3.
- Li K., Zhao X. (2008), *Asymmetric Information and Dividend Policy*, „Financial Management”, Vol. 37, No. 4.
- Lintner J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, „American Economic Review”, Vol. 46, No. 2.
- Litzenberger R.H., Ramaswamy K. (1979), *The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence*, „Journal of Financial Economics”, Vol. 7, No. 2.
- Miller M., Modigliani F. (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, „Journal of Business”, Vol. 34, No. 4.
- Myers M., Bacon F. (2004), *The Determinants of Corporate Dividend Policy*, „Academy of Accounting and Financial Studies Journal”, Vol. 8, No. 3.
- Nizar Al-Malkawi H-A. (2008), *Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data*, „International Journal of Business”, Vol. 13, No. 2.
- Sobczyk M. (2013), *Ekonometria*, C.H. Beck, Warszawa.
- Wrońska E.M. (2006), *Polityka dywidendy*, w: P. Karpuś (red.), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Yrjö Collin S-O., Ahlberg J. (2012), *Family governance of family firms, presented at IFERA, Bordeaux*, [www.svencollin.se/Famigov.pdf](http://www.svencollin.se/Famigov.pdf).

## Streszczenie

Głównym celem artykułu była próba identyfikacji zależności pomiędzy różnymi celami działalności przedsiębiorstw rodzinnych a wybranymi determinantami kształtującymi ich politykę dywidendy. W oparciu o dane liczbowe

pochodzące z badań bezpośrednich przeprowadzone zostały obliczenia związków korelacyjnych pomiędzy analizowanymi zmiennymi, jak również zbudowane zostały adekwatne modele regresji, w których rolę zmiennych objaśnianych pełniły determinanty polityki dywidendy, a rolę zmiennych objaśniających – wybrane cele funkcjonowania. Zgodnie z uzyskanymi wynikami w części przypadków udało się zidentyfikować istotne statystycznie zależności pomiędzy celami funkcjonowania przedsiębiorstw a determinantami ich polityki dywidendy i tym samym udało się zweryfikować przynajmniej część współzależności opisanych wcześniej w literaturze przedmiotu.

### **Słowa kluczowe**

polityka dywidendy, przedsiębiorstwa rodzinne, cele przedsiębiorstwa

### **The goals of the family businesses and chosen dividend policy factors (Summary)**

The paper investigates how the significance of the goals of the family businesses influences on the chosen dividend policy factors. According to the data collected in the frames of the author's research project the correlation and the linear regression models were calculated that confirm presence of the crucial influences related to the long term goals as determinants of a dividend policy. Part of the findings go in line with the results of previous survey which were described in the literature. The other especially related to the significance of the risk as a dividend policy factor have opened a new scope for further survey.

### **Keywords**

dividend policy, family businesses, company's goals

**Łukasz Żabski\***

## **Rotacja w składach organów spółek komunalnych**

### **Wstęp**

Od początku transformacji ustrojowej w Polsce można zaobserwować wzrost liczby podmiotów gospodarczych tworzonych przez jednostki samorządu terytorialnego do realizacji zadań z zakresu gospodarki komunalnej. Kompetencja samorządu do tworzenia i przystępowania do spółek prawa handlowego przyczynia się do poszukiwania nowych, efektywnych instrumentów finansowania i dostarczania usług użyteczności publicznej.

Spółką komunalną należy określać każdy podmiot gospodarczy, w którym jednostka samorządu terytorialnego posiada udziały lub akcje, bez względu na ich ilość i wartość. Podmioty te są szczególnie ważne w otoczeniu rynkowym ze względu na realizację misji publicznej. Głównym celem ich działalności jest świadczenie usług zaspokajających potrzeby mieszkańców, przy jednoczesnym zachowaniu racjonalnej gospodarki majątkiem publicznym.

Skuteczne i efektywne realizowanie przez spółki powierzonych zadań komunalnych przez właścicieli – jednostki samorządu terytorialnego – uzależnione jest między innymi od: struktury właścicielskiej/akcjonariatu, wyposażenia w zasoby materialne oraz składu organów spółek i ich funkcjonowania na rzecz dalszego rozwoju i podnoszenia jakości dostarczanych dóbr i usług publicznych.

Głównym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań dotyczących rotacji w składach osobowych zarządów i rad nadzorczych spółek, w których udziały lub akcje są w posiadaniu gmin województwa dolnośląskiego.

Zaprezentowana została metodyka badania, w tym wskaźnik umożliwiający określenie stopnia rotacji na stanowiskach członków zarządów i rad nadzorczych spółek komunalnych. Ponadto omówione zostały najczęstsze powody dokonywania zmian osobowych w organach spółek, ze szczególnym uwzględnieniem zmian w organach wykonawczych gmin w wyniku wyborów samorządowych.

---

\* Dr, Katedra Zarządzania i Gospodarki Żywnościowej, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, lukasz.zabski@ue.wroc.pl

Artykuł powstał w ramach projektu sfinansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji nr DEC-2013/09/N/HS4/03695.

## 1. Organy spółek komunalnych

Zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa handlowego spółki komunalne mają osobowość prawną i w związku z tym działają poprzez swoje organy, tj.:

- zgromadzenie wspólników lub walne zgromadzenie akcjonariuszy, w przypadku spółki akcyjnej,
- radę nadzorczą,
- zarząd.

W poniższych punktach artykułu scharakteryzowano poszczególne organy pod kątem struktury, posiadanych kompetencji oraz wykonywanych zadań.

### 1.1. Zgromadzenie wspólników/walne zgromadzenie akcjonariuszy

Funkcję zgromadzenia wspólników/walnego zgromadzenia akcjonariuszy w spółkach komunalnych pełni organ wykonawczy danej jednostki samorządu terytorialnego [ustawa, 1996, art. 12] lub też osoby legitymujące się pełnomocnictwem właściciela.

Do podstawowych kompetencji tego organu należy prawo do zbycia lub wydzierżawienia przedsiębiorstwa, ustanowienie na nim prawa użytkowania lub też prawo do nabycia lub zbycia nieruchomości, jeżeli umowa spółki nie stanowi inaczej. Oprócz tego na drodze uchwały zgromadzenia wspólników/akcjonariuszy następuje zmiana umowy spółki, przekształcenie własnościowe lub rozwiązanie spółki [Trojanowski, 2013, s. 248].

Rozdział kompetencji pomiędzy organem stanowiącym a organem wykonawczym regulują ustawy podstawowe i szczególne. Na przykład w jednoosobowej spółce komunalnej można przyjąć następujące reguły ustalające zakres uprawnień organu wykonawczego jako zgromadzenia wspólników [Dolnicki, 2012, s. 378–380]:

- jeżeli pewne rozstrzygnięcia pozostają w wyłącznej właściwości organu stanowiącego, to uprawnienia organu wykonawczego wynikające z uregulowań kodeksu spółek handlowych ulegają wyłączeniu,
- uprawnienia rad właściwych samorządów do określania zasad gospodarowania majątkiem samorządu stanowią wytyczne dla organu wykonawczego,
- w pozostałych przypadkach organ wykonawczy może samodzielnie wykonywać swoje uprawnienia zgodnie z celem i zasadami racjonalnego gospodarowania majątkiem publicznym.



Stosunki prawne pomiędzy spółkami komunalnymi a samorządem (organem stanowiącym i organem wykonawczym) regulują przede wszystkim kodeks spółek handlowych oraz wewnętrzne akty prawne spółek, zwłaszcza umowa (akt założycielski)/statut spółki. Spółki kapitałowe będące w posiadaniu jednostek samorządu terytorialnego są odrębnymi osobami prawnymi. Jednakże ich charakter pozwala wyodrębnić układ relacji zwierzchnich pomiędzy spółkami a organami samorządów.

Przede wszystkim bezpośredni wpływ na działalność spółek wywiera organ wykonawczy, który realizuje prawnie ustanowione funkcje właściwe. Reprezentując samorząd w spółce komunalnej, zgodnie z treścią ustawy o gospodarce komunalnej został wyposażony w dodatkowe kompetencje, tj.:

- zatwierdzanie regulaminu zasad korzystania z usług publicznych świadczonych przez spółkę,
- uzupełnianie składu rady nadzorczej spółki poprzez delegowanie przedstawiciela samorządu,

Biorąc pod uwagę przepisy ustawy z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami, ustala on również wynagrodzenie członków rad nadzorczych będących delegatami samorządu w spółkach.

Specyfika świadczenia usług użyteczności publicznej przez spółki prawa handlowego pozwala postrzegać organ wykonawczy nie tylko jako organ założycielski spółki, ale również jako reprezentanta interesów publicznych. Jednocześnie mogą wystąpić konflikty dotyczące głównych celów działalności spółek. W jednym przypadku może dojść do rozbieżności pomiędzy potrzebami publicznymi a opłacalnością ekonomiczną podmiotów świadczących te usługi. W drugim przypadku przedmiotem konfliktu będzie poziom zyskowności spółki. Władze lokalne powinny dążyć do realizacji interesu publicznego, z drugiej strony spółki jako typowe podmioty rynkowe muszą traktować zysk jako jeden z wielu celów swojej działalności.

Podsumowując, należy dodać, że uprawnienia i kompetencje organu wykonawczego jednostki samorządu terytorialnego w spółce mogą wynikać nie tylko z ilości i wartości udziałów i akcji, ale także z zapisów dokumentów korporacyjnych. W sytuacji gdy samorząd jest w posiadaniu mniejszościowych udziałów w spółce świadczącej usługi komunalne, to najczęściej nie ma on kompetencji do delegowania swojego przedstawiciela do rady nadzorczej. W efekcie jego funkcja właścicielska oraz możliwość realnego wpływu na działalność podmiotu jest ograniczona.

## **1.2. Rada nadzorcza**

Ustawa o gospodarce komunalnej nakłada obowiązek powołania rady nadzorczej w spółkach, w których udziały lub akcje są w posiadaniu

jednostek samorządu terytorialnego. Skład powinny tworzyć co najmniej trzy osoby spełniające kryteria sformułowane w ustawie z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym. Ustawodawca enumeratywnie wskazał przesłanki powołania danej osoby do sprawowania funkcji członka rady nadzorczej w spółkach państwowych. Jednocześnie przepisami wprowadzającymi powyższą ustawę zapisano, że przepisy sformułowane w art. 19 pkt 1 ustawy odnoszą się również do członków rad nadzorczych spółek z udziałem mienia komunalnego. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że modyfikacja wymagań stawianych potencjalnym kandydatom do organów nadzoru miała na celu poprawę jakości sprawowania nadzoru właścicielskiego oraz podniesienie profesjonalizmu i znaczenia rady nadzorczej w strukturze spółki.

Kadencja członka rady nadzorczej w spółkach, w których samorząd posiada większościowe udziały, trwa trzy lata, w pozostałych przypadkach zastosowanie mają przepisy zawarte w umowach/statutach spółek.

Obecność rady nadzorczej w spółkach komunalnych ma służyć przede wszystkim zapewnieniu właściwego nadzoru nad wykorzystywaniem środków publicznych zgodnie z zasadami prawidłowej gospodarki [Misterska-Dragan, 2004, s. 84].

W spółkach komunalnych rada nadzorcza posiada kompetencje do:

- powoływania i odwoływania członków zarządu [ustawa, 2006, art. 10a pkt 6],
- oceny sprawozdania zarządu spółki z działalności oraz sprawozdania finansowego za poprzedni rok obrotowy zgodnie z księgami, dokumentami i stanem faktycznym oraz wniosków zarządu dotyczących podziału zysków albo pokrycia strat, a także do składania zgromadzeniu wspólników/walnemu zgromadzeniu akcjonariuszy w formie pisemnej corocznego sprawozdania z wyników tej oceny [ustawa, 2000, art. 219 § 1 i art. 382 § 1].

Powyższy katalog może zostać poszerzony przez założycieli spółki, wspólników i akcjonariuszy w umowie lub statucie spółki, między innymi o:

- zatwierdzanie regulaminu zarządów,
- delegowanie członka rady nadzorczej do czasowego wykonywania czynności członka zarządu,
- zatwierdzenie rocznych budżetów i planów rozwoju spółek,
- wyrażenie zgody na nabywanie i zbywanie oraz likwidację przez spółki udziałów lub akcji w innych spółkach, gdy działania takie wykraczają poza podstawową działalność gospodarczą spółek,
- wyrażenie zgody na nabycie, zbycie lub obciążenie nieruchomości spółek lub udziału w takiej nieruchomościach lub prawach

użytkowania wieczystego nieruchomości spółek lub udziału w takim prawie,

- reprezentowanie spółek w umowach oraz w sporach pomiędzy spółkami a członkami zarządów,
- wyrażanie zgody na zawarcie umowy pomiędzy spółkami a członkami ich zarządów,
- wnioskowanie o przyznanie nagród rocznych dla członków zarządów spółek,
- opiniowanie dokumentów i wniosków zarządów przedkładanych pod obrady zgromadzenia wspólników/walnego zgromadzenia akcjonariuszy.

Ponadto z racji pełnienia funkcji w organach nadzoru spółek ważnych z punktu widzenia interesów społeczeństwa rady nadzorcze powinny w szczególności kontrolować i monitorować:

- stopień realizacji i wykonania przez spółki zadań o charakterze użyteczności publicznej,
- stopień realizacji strategii rozwoju spółek oraz zadań zleconych,
- decyzje zarządów spółek istotne dla ich dalszego funkcjonowania,
- efekty pracy zarządu spółek,
- społeczny odbiór działalności spółek, w tym jakości i cen świadczonych usług.

Rady nadzorcze w spółkach z udziałem samorządu zobowiązane są do wykonywania czynności nadzorczych nad wszelkimi aspektami funkcjonowania spółek z własnej inicjatywy oraz na zlecenie samorządu. Mogą w każdym czasie żądać od zarządów i pracowników spółek wszelkich sprawozdań i wyjaśnień, a także sprawdzać bezpośrednio stan majątkowy spółek [ustawa, 2000, art. 219 § 4 i 5, art. 382 § 4]. W sprawach wymagających specjalnej wiedzy, kwalifikacji lub specjalistycznych czynności rady nadzorcze mogą zobowiązać zarządy spółek do opracowania ekspertyz lub opinii na ich użytek.

Każdy członek organu w spółce z o.o. może samodzielnie wykonywać prawo nadzoru, jeżeli w umowie spółki nie postanowiono inaczej. W przypadku spółki akcyjnej rada nadzorcza wykonuje swoje obowiązki kolegialnie i może delegować poszczególnych członków do samodzielnego pełnienia określonych czynności nadzorczych. Warto również dodać, że rada nadzorcza funkcjonująca w spółce bezwzględnie nie może wydawać zarządowi wiążących poleceń dotyczących prowadzenia spraw spółki [ustawa, 2000, art. 219 § 1]. W praktyce oznacza to, że organ nadzorczy może tylko ocenić prawidłowość podjętych czynności i decyzji przez zarząd oraz domagać się stosownych wyjaśnień w przypadku wystąpienia wątpliwości co do ich zasadności.

Warto podkreślić, że członkowie rady nadzorczej nie są przedstawicielami poszczególnych udziałowców. Reprezentują siebie i mają obowiązek kierować się przy podejmowaniu decyzji interesem spółki. Natomiast pożądanym jest, by pojmowali interes tak, jak pojmują go udziałowcy, którzy delegowali ich do tej funkcji [Nowakowski, Zołotar, 2014, s. 98].

### 1.3. Zarząd

W spółkach komunalnych obligatoryjnie funkcjonują zarządy jedno- lub wieloosobowe. W przypadku wieloosobowego zarządu wszyscy jego członkowie są zobowiązani do wspólnego prowadzenia spraw spółki, chyba że umowa spółki stanowi inaczej.

Członkiem zarządu może być osoba spełniająca wymagania przewidziane w przepisach ustawy z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym. Zgodnie z art. 22 tej ustawy organ wykonawczy jest obowiązany podejmować działania mające na celu określenie, w drodze uchwały walnego zgromadzenia lub w statucie tej spółki, wymogów, jakie musi spełniać kandydat na członka organu zarządzającego, uwzględniając kryteria przyjęte przez ustawodawcę. Nowa regulacja wprowadza wymagania obligatoryjne stawiane członkom organu zarządzającego oraz jednocześnie dopuszcza swobodne kształtowanie przez organ wykonawczy jednostki samorządu terytorialnego kryteriów będących uzupełnieniem zapisów ustawowych.

Czas trwania kadencji członków powinien być określony w umowie lub statucie spółki. W przypadku gdy w dokumentach korporacyjnych nie zawarto postanowień dotyczących sposobów reprezentacji spółki, zastosowanie mają przepisy kodeksu spółek handlowych, w myśl których do składania oświadczeń w imieniu spółki wymagane jest współdziałanie dwóch członków zarządu albo jednego członka łącznie z prokurentem.

Zarząd w spółce komunalnej podlega ścisłym regulacjom prawa handlowego. Jest on centralnym organem zarządzającym podmiotem gospodarczym. Z tego powodu wykonuje szereg działań mających osiągnąć zakładane cele właściciela.

Do podstawowych uprawnień zarządu należy przede wszystkim prowadzenie spraw spółki i reprezentowanie jej na zewnątrz. Zadania zarządu określają regulacje kodeksowe oraz umowy/statutu spółki.

Kompetencję do powoływania i odwoływania członków zarządu posiada rada nadzorcza. W praktyce oznacza to, że organ nadzoru, kierując się oczekiwaniami swojego mocodawcy (właściciela), dokonuje wyboru kadry zarządzającej, której powierzone zostanie następnie prowadzenie spraw spółki. W sytuacji gdy członkowie zarządu nie wywiążą się z nałożonych obowiązków, rada nadzorcza ma prawo ich odwołać.

Najogólniej można wskazać, że zarząd pełni w spółce dwie zasadnicze funkcje: zarządczą i wykonawczą [Czerniawski, 2011, s. 149]. Funkcja zarządcza dotyczy ogółu prowadzonych spraw spółki, które nie zostały uregulowane w aktach prawnych lub w postanowieniach umowy/statutu spółki ograniczone na rzecz zgromadzenia wspólników/walnego zgromadzenia akcjonariuszy czy rady nadzorczej. W tym miejscu należy mocno zaakcentować brak możliwości wpływania rady nadzorczej na kierunek zarządzania spółką przez zarząd. Rada nadzorcza może tylko jako organ opiniotwórczy i doradczy analizować przedstawiane przez zarząd plany i działania. Nie może władczo wymuszać wykonania określonych czynności. Oznacza to, że zarząd ma swobodę w kształtowaniu modelu zarządzania przedsiębiorstwem. Oczywiście powinien on być zgodny z interesami właściciela. W przeciwnym wypadku negatywna ocena rady nadzorczej może skutkować odwołaniem ze stanowiska.

Funkcja wykonawcza jest natomiast sprawowana przez zarząd spółki w pewnych tylko sytuacjach. Najczęściej dotyczą one realizacji uchwał zgromadzenia wspólników/walnego zgromadzenia akcjonariuszy dotyczące podziału zysku, zgłoszenia do sądu rejestrowego informacji o zmianie składu rady nadzorczej itp. Zasadność realizacji omawianej funkcji musi wynikać wprost z przepisów prawa, w których kompetencje władcze przypisuje się wówczas dwóm pozostałym organom w spółce.

Ustawa z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami zmodyfikowała sposób nawiązywania stosunku pracy z członkami zarządu spółek komunalnych. Do czasu jej uchwalenia najczęściej z członkami zarządu zawiązywana była umowa o pracę przez radę nadzorczą. Obecnie zaś przepisy zobowiązują do nawiązywania z członkami zarządu umowy o świadczenie usług zarządzania na czas pełnienia funkcji, z obowiązkiem świadczenia osobistego takiego członka, bez względu na to, czy działa on w zakresie prowadzonej działalności gospodarczej [ustawa, 2016, art. 5 ust. 1 pkt 1]. Wspomniana umowa przybiera postać umowy cywilnoprawnej w formie kontraktu menedżerskiego. Ustawodawca nie zobowiązał organy nadzorcze do wypowiedzenia umów o pracę z członkami zarządów i dostosowania ich treści do nowych przepisów. Dopiero po rozwiązaniu umowy o pracę następną umową powinna być umowa o świadczenie usług zarządzania.

Wprowadzenie kontraktu menedżerskiego jako podstawowego porozumienia pomiędzy spółką a zarządzającym wpisuje się w zasady Nowego Zarządzania Publicznego.

## 2. Powody zmian w składach organów spółek komunalnych

Skład osobowy organów spółek komunalnych wynika ze ścisłych powiązań władz podmiotów gospodarczych w zakresie kompetencji do powoływania i odwoływania członków rad nadzorczych i zarządów. Najwyższy organ w spółce, tj. walne zgromadzenie akcjonariuszy/zgromadzenie wspólników, wyposażony jest w kompetencję do powoływania członków organu nadzoru. W przypadku spółek komunalnych ma to istotne znaczenie, gdyż przedstawiciel samorządu delegowany do rady nadzorczej ma za zadanie nadzorować pracę zarządu pod kątem realizacji celów właściciela. Z kolei organ nadzorczy ma kompetencję do powoływania i odwoływania członków zarządu.

Powodów dokonywania zmian w składach organów spółek może być bardzo wiele. Z jednej strony mogą one wynikać wprost z przepisów polskiego prawa, w których ustawodawca wskazał sytuacje, których zaistnienie powoduje obligatoryjne odwołanie członka organu nadzorczego lub zarządzającego. Z drugiej zaś strony mogą one wynikać z dobrowolnej decyzji organu nadrzędnego – powołującego – lub z oświadczenia woli złożonego przez członka rady nadzorczej lub zarządu o rezygnacji z funkcji. W tym miejscu warto podkreślić, że ustawa z 9 czerwca 2016 r. nałożyła obowiązek zawarcia umowy o świadczenie usług zarządzania z członkiem zarządu, wobec czego odwołanie z pełnionej funkcji będzie skutkowało rozwiązaniem przedmiotowej umowy. Przed wejściem w życie ww. ustawy zawierane umowy o pracę, w których stronami byli spółka i członek zarządu, tworzyły dwa stosunki: prawny i organizacyjny. Powołanie członka zarządu spółki przez właściwy organ nie stanowiło nawiązania stosunku pracy, a tylko stosunku organizacyjnego. Z kolei zawarcie umowy o pracę rodziło właściwy stosunek prawny. W praktyce złożone oświadczenie o odwołaniu członka zarządu rozwiązywało tylko stosunek organizacyjny, a nie prawny.

Zjawisko rotacji w składach organów spółek należy zawęzić do rad nadzorczych i zarządów. W przypadku walnego zgromadzenia akcjonariuszy/zgromadzenia wspólników zmiany w strukturze właścicielskiej/akcjonariatu często wynikają ze strategii jednostki samorządu terytorialnego w zakresie objęcia lub zbycia udziałów albo akcji w spółkach prawa handlowego, w których zaangażowanie majątku publicznego nie przyczynia się do rozwoju lokalnego jednostki lub też do realizacji określonych celów publicznych. Warto podkreślić, że decyzja o objęciu lub zbyciu udziałów albo akcji w spółce przez organ wykonawczy musi być zgodna z zasadami przyjętymi przez organ stanowiący jednostki samorządu terytorialnego.

Wyniki badań autora nad strukturą właścicielską spółek komunalnych pozwalają stwierdzić, że w zdecydowanej większości samorządy tworzą

jednoosobowe spółki komunalne albo takie, w których są mniejszościowym właścicielem [Żabski, 2014, s. 113]. Posiadanie większości udziałów wiąże się z wykorzystaniem szczególnych uprawnień pozwalających na sprawowanie efektywnego nadzoru nad funkcjonowaniem spółki. Natomiast obejmowanie mniejszościowych udziałów/akcji może wynikać z braku odpowiedniej wysokości środków finansowych lub preferowania innych form prowadzenia gospodarki komunalnej.

Przechodząc do zmian w organach nadzorczych spółek komunalnych, należy zaznaczyć, że ustawodawca nie sprecyzował wszystkich przypadków skutkujących odwołaniem danego członka. Należy pamiętać, że członkowie rady nadzorczej mogą zostać odwołani przez właściciela w każdym czasie bez podawania przyczyny. Zdaniem autora najczęstsze powody dokonywania zmian w składach rad nadzorczych to:

- naruszenie przepisów prawa (np.: brak odpowiednich kompetencji, łamanie zapisów ustawy antykorupcyjnej itp.), wówczas organ wykonawczy jednostki samorządu terytorialnego zobligowany jest do odwołania członka rady nadzorczej i powołania w jego miejsce nowej osoby,
- rezygnacja członka rady nadzorczej z powodów osobistych,
- niewłaściwe realizowanie powierzonych funkcji w ocenie organu wykonawczego,
- względy polityczne, występujące najczęściej w wyniku zmiany organu wykonawczego pochodzącego z innej opcji politycznej niż poprzednik wyznaczający przedstawicieli samorządu do rad nadzorczych podległych spółek.

Podobne okoliczności zachodzą w przypadku dokonywania zmian w składach zarządów spółek. Ustawodawca również zastrzegł, że rada nadzorcza może w każdym czasie odwołać członka zarządu bez wskazania przyczyny. Jednocześnie w umowie można ograniczyć to prawo do wystąpienia ważnych powodów. W zapisach samego aktu istotne jest enumeratywne wyliczenie sytuacji, których wystąpienie skutkować będzie odwołaniem członka zarządu. Jedną z nich może być rażące naruszenie przepisów prawa, działalność na szkodę spółki lub też złamanie zakazu działalności konkurencyjnej.

Kompetencja rady nadzorczej do odwoływania członka zarządu w każdym czasie, jeżeli nie została ona ograniczona w umowie spółki do wystąpienia ważnych powodów, z jednej strony pozwala na szybką zmianę składu w razie negatywnej oceny działalności zarządu, z drugiej zaś strony stwarza możliwość nadużyć prowadzących do wymiany zarządów z innych powodów niż merytoryczne.

Z obserwacji praktyki gospodarczej można wskazać na przypadki, w których zarządy były zmieniane w wyniku zmian politycznych we władzach jednostek samorządu terytorialnego. Wówczas nowy organ wykonawczy dokonywał zmian w radzie nadzorczej po to, by nowi członkowie skorzystali ze swojej kompetencji do odwołania dotychczasowego składu zarządu i powołania nowych członków. Powodami zmian w organach spółek były nie tylko różnice polityczne, ale również inna wizja rozwoju podmiotów komunalnych nowego włodarza, czy oceny pracy poszczególnych członków pod kątem zaangażowania i osiągania celów publicznych w trakcie poprzedniej kadencji organu wykonawczego.

### **3. Zmiany w składach organów spółek komunalnych – wyniki badań własnych**

Właściwe ukształtowanie struktury organów spółek komunalnych pod względem liczby członków, wykształcenia i doświadczenia zawodowego stanowi jeden z wewnętrznych czynników mających wpływ na rozwój i efektywność podmiotów z udziałem jednostek samorządu terytorialnego.

Ze względu na to organy wykonawcze powinny obsadzać na stanowiskach nadzorczych osoby dające pełną rękojmię właściwego wykonywania powierzonych zadań. Również rady nadzorcze, powołując członków organu zarządzającego, powinny kierować się merytorycznymi kryteriami doboru osób prowadzących spółką zgodnie z oczekiwaniami. Nierzadko zmiany w składach osobowych organów spółek podyktowane są wieloma przesłankami. Jednakże częstotliwość i skala dokonywanych zmian może negatywnie wpłynąć na prowadzenie spraw podległego podmiotu.

Należy zauważyć, że długość kadencji członków zasiadających w organach nadzorczych determinuje efektywności pracy rady, bowiem przyjmuje się, że im dłuższa kadencja rady i mniejsza rotacja członków, tym jakość ich pracy jest znacznie lepsza, ponieważ działając w radzie przez dłuższy czas, zdobywają większą wiedzę na temat funkcjonowania spółki oraz jej otoczenia zewnętrznego. Podobną zależność można przypisać do zmian w składach osobowych zarządów.

#### **3.1. Metodyka badań**

W ramach przeprowadzonego projektu badawczego dotyczącego efektywności nadzoru właścicielskiego nad spółkami komunalnymi w województwie dolnośląskim uwagę skupiono między innymi na strukturze organów spółek, w tym częstotliwości zmian osobowych w radach nadzorczych i zarządów badanych spółek. Postanowiono poszukać odpowiedzi na pytanie badawcze: Jaki jest poziom rotacji w składach osobowych organów spółek komunalnych?



Do badania wybrano spółki z udziałem gmin z województwa dolnośląskiego. Ze względu na utrudniony dostęp do informacji wewnętrznych spółek wykorzystano raporty sporządzone przez wywiadownię gospodarczą. Ostatecznie do badania zakwalifikowano 123 spółki komunalne.

Próba ilościowa stanowiła wszystkie gminy ( $n = 58$ ), które są w ponad 51% udziałowcami w spółkach kapitałowych, prowadzących działalność gospodarczą nie później niż przed 2010 r. Następnie zebrano materiał badawczy dotyczący 140 spółek, w których wskazane gminy posiadają udziały/akcje, w szczególności pod kątem składu osobowego rady nadzorczej i zarządu. Niestety, ze względu na istotne braki w danych 8 spółek, podjęto decyzję, że do dalszych badań zakwalifikowane zostaną 132 spółki.

Z dokumentów tych pozyskano informacje dotyczące:

- składu osobowego rady nadzorczej (płeć, wiek, długość pełnienia funkcji członka organu nadzoru, doświadczenie w innych spółkach w pełnieniu funkcji członka zarządu i rady nadzorczej i jego długość),
- składu osobowego zarządu (płeć, wiek, długość funkcji członka organu zarządzającego, doświadczenie w innych spółkach w pełnieniu funkcji członka zarządu i rady nadzorczej i jego długość).

Zaletą takiego rozwiązania było szybkie dotarcie do pełnych informacji o analizowanych spółkach. Ponadto raporty zawierały dane historyczne, które umożliwiały następnie uchwycenie zmienności składów organów spółek w okresie 2010–maj 2015.

Na podstawie metod statystycznych spróbowano sprawdzić, czy zmiany we władzach badanych gmin wpływały w badanym okresie na zmiany w składach osobowych rad nadzorczych i zarządów spółek komunalnych. W ten sposób autor chciał zweryfikować hipotezę, że zmiany w organach wykonawczych w wyniku wyborów samorządowych skutkują zmianami w organach podległych spółkach komunalnych.

### **3.2. Wyniki badań własnych**

W badanym okresie (2010–maj 2015) dwukrotnie dokonywały się zmiany osobowe w składach rad nadzorczych 82 spółek komunalnych (tab. 1). Tylko w 14 podmiotach w ciągu niecałych 5 lat nie następowała rotacja członków organu nadzoru. Warto również uzupełnić, że w spółkach komunalnych, w których odnotowano zmiany, średnio wymieniano 3 osoby. Najwięcej, bo 14 osób, odwołano ze stanowiska członka rady nadzorczej w Miejskim Przedsiębiorstwie Wodociągów i Kanalizacji S.A. we Wrocławiu, następnie 12 osób w Zakładzie Administracji Mieszkaniami Gminnymi Gminy Miejskiej Kłodzko Sp. z o.o. w Kłodzku.

**Tablica 1. Średnia liczba zmian dokonywanych w składach rad nadzorczych badanych spółek**

Średnia liczba zmian dokonywanych w składzie rad nadzorczych	Liczba badanych spółek	Procent badanej populacji generalnej
0	14	10,61
2	82	62,12
3	20	15,15
5	14	10,61
6	2	1,52
Ogółem	132	100

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

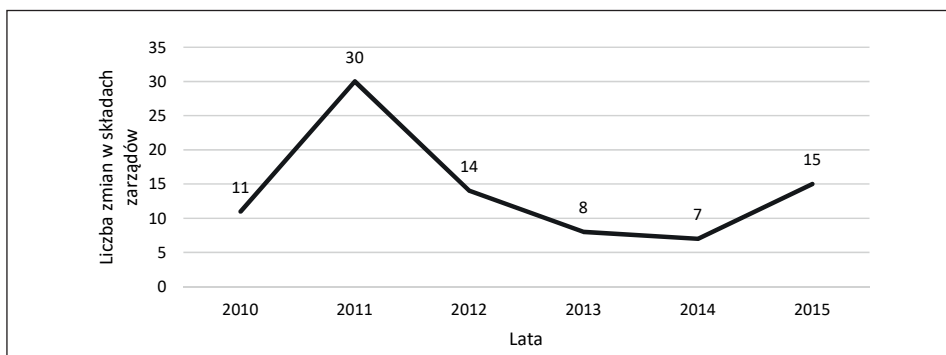
Ważnym zagadnieniem z punktu widzenia dalszych analiz było zbadanie zmienności składów zarządów badanych spółek komunalnych. Otrzymano, że w ponad połowie spółek (tab. 2) w okresie od 2010 r. do końca maja 2015 r. nie dokonywano żadnych zmian osobowych w tym organie. Jedynie w 43 spółkach dokonywano jednorazowej zmiany w składzie zarządu. W badanym okresie najwięcej członków zarządu (5) było odwołanych w spółce Zakład Usług Mieszkaniowych i Komunalnych Sp. z o.o. w Głuszycy oraz 4 członków w Zakładzie Administracji Mieszkaniami Gminnymi Gminy Miejskiej Kłodzko Sp. z o.o. w Kłodzku.

**Tablica 2. Średnia liczba zmian dokonywanych w składach zarządów badanych spółek**

Średnia liczba zmian dokonywanych w składzie zarządu	Liczba badanych spółek	Procent badanej populacji generalnej
0	69	52,27
1	43	32,58
2	18	13,64
3	2	1,52
Ogółem	132	100

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Należy dodać, że najwięcej zmian w składach zarządów badanych spółek zachodziło w 2011 r. oraz do końca maja 2015 r. (rys. 1).

**Rysunek 1. Liczba zmian w składach osobowych zarządów w poszczególnych latach**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Mając powyższe na uwadze, można wysnuć wniosek, że najwięcej zmian w składach zarządów spółek komunalnych zachodziło w pierwszym roku po wyborach samorządowych. Były one także podyktowane zmianą na stanowisku organu wykonawczego sprawującego nadzór właścicielski nad podległymi spółkami.

Biorąc pod uwagę zebrany materiał badawczy, przeprowadzono analizę mającą na celu wykazanie związku pomiędzy:

- zmianą na stanowisku organu wykonawczego w gminach w roku 2010 i 2014 a zmianami w składach osobowych rad nadzorczych i zarządów podległych spółek komunalnych odpowiednio w roku 2011 i do końca maja 2015 r.,
- zmianą składu osobowego rad nadzorczych a zmianami w składach osobowych zarządów podległych spółek w badanym okresie czasu.

Pozwoliło to ocenić, czy pełnienie funkcji w organie spółki jest uzależnione od sytuacji politycznej w danej jednostki samorządu terytorialnego.

Za parametr rotacji w składach osobowych rad nadzorczych i zarządów badanych spółek komunalnych autor przyjął stosunek liczby osób, które zostały powołane i odwołane do rady nadzorczej/zarządu, do liczby członków w organie nadzoru/zarządu.

Wykonano test niezależności chi-kwadrat. Wynik testu niezależności dostarczył informacji o występowaniu zależności pomiędzy dwiema zmiennymi wyrażonymi w kategoriach nominalnych. W założeniu testu niezależności występuje porównanie ze sobą wartości obserwowanych z wartościami oczekiwanymi. W przypadku gdy otrzymana różnica jest duża, zachodzi relacja pomiędzy badanymi zmiennymi. W przeciwnym wypadku różnica jest nieistotna statystycznie i tym samym należy przyjąć, że nie zachodzi żadna relacja.

Obliczenia wykonano przy użyciu programu Statistica.

Wyniki w zakresie zmian zachodzących we władzach badanych gmin w roku 2010 i 2014 a zmian w składach osobowych rad nadzorczych badanych spółek komunalnych wykazały zależność pomiędzy zmianami władzy w roku 2010 a zmianami w radach nadzorczych, które miały miejsce w 2011 roku (tab. 3). Oznacza to, że w badanym okresie zmiana na stanowisku organu wykonawczego pociągnęła za sobą również zmianę członków pełniących funkcje nadzorcze w podległych spółkach komunalnych.

**Tablica 3. Współczynniki Chi-kwadrat pomiędzy zmianą władzy w gminach w roku 2010 a zmianą rad nadzorczych w roku 2011 w podległych spółkach komunalnych**

Statystyka	Statystyka: Zmiana władzy 2010(2) x Zmiany w RN 2011(2) (statistica_rady nadzorcze)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	10,99969	df = 1	p = ,00091
Chi <sup>2</sup> NW	11,57982	df = 1	p = ,00067

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

W związku z powyższym można przyjąć, że pomiędzy zmianami we władzach gmin w roku 2010 a zmianami w składach rad nadzorczych w roku 2011 istnieje zależność stochastyczna (losowa).

Z kolei między zmianami, jakie zaszły we władzach gmin po wyborach samorządowych w roku 2014, a zmianami w składach osobowych rad nadzorczych do maja 2015 roku (tab. 4), na postawie testu niezależności otrzymano, że nie występuje zależność.

**Tabela 4. Współczynniki Chi-kwadrat pomiędzy zmianą władzy w gminach w roku 2014 a zmianą rad nadzorczych do maja roku 2015 w podległych spółkach komunalnych**

Statystyka	Statystyka: Zmiana władzy 2014(2) x Zmiany w RN 2015(2) (statistica_rady nadzorcze)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	,8192660	df = 1	p = ,36539
Chi <sup>2</sup> NW	,7990388	df = 1	p = ,37138

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Dalsze badania wykazały zależność pomiędzy zmianami władzy w gminach w roku 2010 a zmianami w zarządach podległych spółek w 2011 (tab. 5).

**Tablica 5. Współczynniki Chi-kwadrat pomiędzy zmianą władzy w gminach w roku 2010 a zmianą składu zarządów w podległych spółkach komunalnych w 2011 roku**

Statystyka	Statystyka: Czy zmiana w zarządzie 2011(2) x Zmiana władzy 2010(2) (statistica_zarzady)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	1,793988	df = 1	p = ,18044
Chi <sup>2</sup> NW	1,692858	df = 1	p = ,19322

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Z kolei pomiędzy zmianą organów wykonawczych gmin w wyniku wyborów samorządowych w 2014 r. a zmianą dokonaną do końca maja 2015 r. w zarządach spółkach stwierdzono brak zależności (tab. 6).

**Tablica 6. Współczynniki Chi-kwadrat pomiędzy zmianą władzy w gminach w roku 2014 a zmianą składu zarządów w podległych spółkach komunalnych w 2015 roku**

Statystyka	Statystyka: Czy zmiana w zarządzie 2015(2) x Zmiana władzy 2014(2) (statistica_zarzady)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	1,924813	df = 1	p = ,16533
Chi <sup>2</sup> NW	1,814024	df = 1	p = ,17803

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Otrzymane wyniki w zakresie zmian na stanowiskach organów wykonawczych gmin i zarządów spółek, w których samorządy posiadają udziały lub akcje, pozwalają wyciągnąć wniosek, że oba zjawiska nie są ze sobą powiązane.

W przypadku analizy zmian w radach nadzorczych i zmianach zarządów badanych spółek komunalnych otrzymano, że zmiany te są niezależne dla lat 2010, 2013, 2014 oraz są zależne dla lat 2011, 2012, 2015 (tab. 7).

**Tablica 7. Współczynniki Chi-kwadrat pomiędzy zmianą składu rad nadzorczych a zmianą składu zarządów w podległych spółkach komunalnych w latach 2010–2015**

Statystyka	Statystyka: Czy zmiany w RN 2015(2) x Czy zmiana w zarządzie 2015(2) (statistica_zarzady)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	14,27748	df = 1	p = ,00016
Chi <sup>2</sup> NW	11,78655	df = 1	p = ,00060

Statystyka	Statystyka: Czy zmiany w RN 2014(2) x Czy zmiana w zarządzie 2014(2) (statistica_zarzady)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	2,185273	df = 1	p = ,13934
Chi <sup>2</sup> NW	2,015132	df = 1	p = ,15574

Statystyka	Statystyka: Czy zmiany w RN 2013(2) x Czy zmiana w zarządzie 2013(2) (statistica_zarzady)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	,1133941	df = 1	p = ,73631
Chi <sup>2</sup> NW	,1173456	df = 1	p = ,73193

Statystyka	Statystyka: Czy zmiany w RN 2012(2) x Czy zmiana w zarządzie 2012(2) (statistica_zarzady)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	11,32646	df = 1	p = ,00076
Chi <sup>2</sup> NW	10,45143	df = 1	p = ,00123

Statystyka	Statystyka: Czy zmiany w RN 2011(2) x Czy zmiana w zarządzie 2011(2) (statistica_zarzady)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	3,931384	df = 1	p = ,04739
Chi <sup>2</sup> NW	3,995772	df = 1	p = ,04561

Statystyka	Statystyka: Czy zmiany w RN 2010(2) x Czy zmiana w zarządzie 2010(2) (statistica_zarzady)		
	Chi-kwadrat	df	p
Chi <sup>2</sup> Pearsona	,2400000	df = 1	p = ,62421
Chi <sup>2</sup> NW	,2544687	df = 1	p = ,61395

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

W przypadkach, w których występuje zależność, można przyjąć, że jeżeli dokonywano zmiany w radzie nadzorczej, to również zmiana zachodziła w składzie osobowym zarządu spółki. Oznaczać to może celowe dokonywanie zmian rad nadzorczych, by nowi członkowie odwołali skład osobowy zarządu. W szczególności lata 2011 i 2015 mogą dostarczać potwierdzenia dla stawianej hipotezy, gdyż są to pierwsze lata rządzenia władz po wyborach samorządowych. Można przypuszczać, że tam gdzie dokonano wyboru nowych organów stanowiących i wykonawczych, podejmowano działania zmierzające ostatecznie do zmiany kierownictwa spółek.

## Zakończenie

Organy spółek komunalnych nie tylko podlegają regulacjom kodeksowym, ale także działaniom różnych grup interesu. Niemniej jednak istotne jest, by w ich składzie znajdowały się osoby o doświadczeniu i wykształceniu pokrewnym ze specyfiką funkcjonowania spółki użyteczności publicznej.

Organ wykonawczy jednostki samorządu terytorialnego, wykonując swoje funkcje właścicielskie, posiada kompetencję do powoływania i odwoływania członków rady nadzorczej. Tym samym może dobrowolnie kształtować jej strukturę, jednakże z poszanowaniem przepisów prawa. Z kolei rada nadzorcza ma kompetencję do powoływania i odwoływania członków zarządu. Pozwala jej to na powierzanie prowadzenia spraw spółki osobom spełniającym poza wymaganiami formalnoprawnymi również inne oczekiwania formułowane przez członków rady nadzorczej oraz organu wykonawczego, którego interes w spółce komunalnej musi być skutecznie realizowany i chroniony.

Dokonywane rotacje w składach osobowych organów spółek komunalnych dokonują się z różnych powodów. Często wynikają ze zmian politycznych lub są naturalnym efektem modyfikowania składu ze względu na podnoszenie jakości sprawowanego nadzoru właścicielskiego.

Badania przeprowadzone przez autora, mimo że zostały ograniczone do wybranej próby badawczej, pozwalają sformułować następujące wnioski:

1. Wyższa rotacja występowała w składach osobowych rad nadzorczych niż zarządów badanych spółek komunalnych w latach 2010–2015.
2. Zmiany w radach nadzorczych i zarządach spółek wynikały często ze zmiany na stanowisku organu wykonawczego sprawującego nadzór właścicielski nad podległymi spółkami. Chociaż otrzymano statystyczny brak zależności pomiędzy zmianami w organach spółek w wyniku wyboru nowych włodarzy gmin w 2015 r., ze względu na krótki okres obserwacji (maj 2015), to można postawić hipotezę, że zmiany te nie następują od razu, tylko powoli.
3. W niektórych badanych latach otrzymano związek pomiędzy zmianą organów nadzoru a zmianą organów zarządów. Pozwala to stwierdzić, że organ wykonawczy, chcąc zmienić członków zarządu, najpierw zmieniał organ nadzoru, który był odpowiedzialny następnie za powołanie nowego składu zarządu.
4. Poziom rotacji zmian w składach osobowych rad nadzorczych był znacznie wyższy niż w przypadku zarządów badanych spółek komunalnych.

Z punktu widzenia problematyki rotacji na stanowiskach członków rad nadzorczych i zarządów spółek komunalnych ważne jest poszukiwanie

dalszych przyczyn dokonywania zmian, ze szczególnym uwzględnieniem cyklu wyborczego. Ponadto celowe staje się także powiększenie próby badawczej o spółki z udziałem powiatów i województw w skali całego kraju. Dzięki temu można byłoby sformułować ogólne wnioski na temat rotacji w organach spółek z udziałem jednostek samorządu terytorialnego.

## Literatura

- Czerniawski R. (2011), *Zarząd jako organ polskiej spółki akcyjnej*, w: D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Dolnicki B. (2012), *Samorząd terytorialny*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Misterska-Dragan B. (2004), *Czy Skarb Państwa to dobry wzór? – nadzór właścicielski nad spółkami z udziałem jednostek samorządu terytorialnego*, w: „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Bochni”, nr 2, Bochnia.
- Nowakowski B. (2014), *Forma oświadczenia woli gminy w sprawie wskazania przedstawiciela do rady nadzorczej jednoosobowej spółki z o.o.*, w: A. Zołotar (red.), *Spółki jednostek samorządu terytorialnego*, C.H. Beck, Warszawa.
- Nowakowski B., Zołotar A. (2014), *Odstępstwa od regulacji ustawowych w umowie spółki z o.o. z udziałem JST*, w: A. Zołotar (red.), *Spółki jednostek samorządu terytorialnego*, C.H. Beck, Warszawa.
- Trojanowski K. (2013), *Funkcjonowanie spółek komunalnych – miasto jako przedsiębiorca*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomii i Innowacji w Lublinie”, seria „Ekonomia”, nr 6(1).
- Ustawa z dnia 20 grudnia 1996 roku o gospodarce komunalnej, t.j. Dz.U. z 2017 r. poz. 827 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 1577 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami, t.j. Dz. U. z 2017 r. poz. 2190.
- Żabski Ł. (2014), *Struktura własnościowa spółek komunalnych w województwie dolnośląskim*, „Prace Naukowe WWSZiP”, nr 28(3), Wałbrzych.

## Streszczenie

Głównym celem artykułu jest przedstawienie wyników badań dotyczących zmian w składach osobowych organów zarządów i rad nadzorczych spółek, w których udziały lub akcje są w posiadaniu gmin województwa dolnośląskiego. W pierwszej części artykułu przedstawiono charakterystykę organów spółek komunalnych. Następnie omówiono przyczyny dokonywania zmian w składach osobowych rad nadzorczych i zarządów spółek. W drugiej części pracy przedstawiono metodykę badań nad rotacją w badanych spółkach. Uzyskane wyniki ukazały wyższy poziom rotacji w organach nadzoru niż w organach zarządzających.

## Słowa kluczowe

spółka komunalna, rada nadzorcza, zarząd, skład osobowy, rotacja



## **Rotation in the bodies composition of the municipal companies (Summary)**

The main aim of the article is to present the results of research concerning the rotations in the composition of the bodies of the supervisory and management boards of companies in which the shares or shares are held by the communes of the Lower Silesian Voivodship. The first part of the paper presents the characteristics of the bodies of municipal companies. The causes of changes in the composition of the supervisory boards and the management boards of the companies were discussed. In the second part of the paper is presented the methodology of rotation research in the surveyed companies. The results showed a high level of rotation in supervisory board than management boards in municipal companies.

### **Keywords**

municipal company, supervisory board, management board, composition, rotation



Katarzyna Żak\*

## **Borrower discouragement of corporations in financing physical investments**

### **Introduction**

Investment, in particular the one implemented by the corporate sector, is a driving force behind every economy. Economic entities have to engage in investment activity if they want to run successful operations, maintain market position and keep up with the competition [Pastusiak, 2010, p. 8]. Two major approaches to defining investment can be identified: monetary and physical. The former perceives investment as the movement of money. This means that the material dimension of an investment is not emphasized, but investments are treated as the flow of funds involving outflows and inflows of capital. The latter highlights the necessity to achieve a material effect of a given investment. An important role in this approach is played by the balance sheet as the compilation of an entity's assets and sources of finance. According to the physical approach, turning capital into assets or using new capital are perceived as investment [Rogowski, 2013, p. 22–23].

Literature [c.f. Jajuga, Słoński, 1997; Wypych, 2007; Rogowski, 2013] defines investments as long-term, risk-carrying allocation of economic resources (as investment outlays) aimed at a future benefit. They highlight their characteristic features, such as: outlay (the allocation of own capital, usually at the cost of current consumption, and external capital through asset acquisition), benefit (the expected outcome of an investment), time (how long capital is engaged and how long it takes to achieve a benefit), risk (the chance of deviations from the expected value of planned outlays and costs, benefits from the time of capital engagement, the length of the lifecycle of an investment).

In terms of what an investment concerns, we can distinguish physical investments (tangible assets and intangible assets, but those that carry ownership rights – licenses, trade marks, patents) and financial (capital) investments – in financial and capital market instruments [Towarnicka, 2000, p. 31]. Based on the general definition of an investment, physical investments of corporations are risk-carrying expenditures of an investor's funds (own and/or external) on creating and/or rebuilding of fixed

---

\* Dr, Wydział Ekonomii, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. Adamskiego 7, 40-069 Katowice, katarzyna.zak@ue.katowice.pl

tangible assets and current assets in order to achieve expected benefits in the future. Physical investments are usually made with view of long-term exploitation. Accordingly, managers have to manifest due diligence while planning investment outlays and the sources of their financing and they need to make projections for their financial and economic implications in the future. According to Mayer [1988, p. 1167–1183; 1990, p. 307–322] and his concept of the hierarchy of sources of finance, investment projects are first financed from internal and then from external sources.

The phenomenon referred to as borrower discouragement was brought into focus in the course of the research project entitled “Financing physical investment in the corporate sector in the Visegrad countries” and supervised by dr hab. A. Samborski, prof. UE. The article aims to explain what this phenomenon involves and determine its scope and causes in the countries under consideration. In order to achieve this goal, the author presents and compares two major sources of finance for physical investments in non-financial corporations, i.e. internal finance and bank finance. The article also attempts to identify their determinants in the countries analyzed.

The subject of the diagnosis is the sector of non-financial corporations in the Visegrad Group countries (so-called V4) in the years 2005–2015. The article presents the review of literature and presents the ways of financing physical investments using the methodology of the net sources of financing proposed by C. Mayer.

## **1. Corporations as discouraged borrowers – a conceptualization**

The prerequisite for any investment, including a physical investment, is access to capital. Two sources can be indicated: equity and debt capital. Equity capital comprises funds at an enterprise’s disposal contributed by its owners (e.g. retained profit, depreciation), while debt capital includes funds at an enterprise’s disposal on a temporary basis provided by its creditors, for example long-term bank loans, bonds, leasing [Sierpińska, Jachna, 2004, p. 244–245].

According to the theory developed by Mayer, a bank loan should be a primary source of external debt capital for corporations due to its relatively easy accessibility and transparent regulated terms of application. The use of bank capital allows corporations to boost production capabilities, pursue new investments, increase employment, and, as a consequence, generate a significant part of GDP. Hence, in macro-economic terms, the inclusion of bank crediting in the sources of finance by corporations contributes to increased growth potential of an entire economy [Sawicka, Tymoczko, 2014, p. 6]. A number of corporations, however, do not apply for bank credit, even if they need such financing, their growth prospects

are favorable and their economic situation is sound. Such corporations are referred to as “discouraged borrowers”, while the attitude defined as reluctance to apply for credit is known under the term “borrower discouragement”. Literature proposes an array of definitions used to discuss the discouraged borrower (Table 1).

**Table 1. Selected definitions of the discouraged borrower**

Authors	Definition
Cavalluzzo, Cavalluzzo, Wolken	Discouraged borrowers are usually small businesses in need of financing that avoid applying for credit because they think they would not be able to get it. Such an attitude is mainly caused by their conviction about their poor credit history and weak financials. These businesses express a subjective opinion that they belong to groups that banks are reluctant to credit.
Fraser, Chakravarty, Xiang, Chakravarty, Yilmazer	It is an entity that avoids applying for a bank loan because of the supposition that its financial situation is not sufficiently stable and for fear of being turned down.
Han, Fraser, Storey	It is a high-or low-risk entity that is in need of capital, but does not apply for a loan to a bank since it fears that its application will be rejected.
Freel, Cater, Tagg, Masson	It is an economically sound business that needs external financing, but it gives up applying for funds for fear of rejection. The rejection of a loan application has a psychological effect that involves the risk of losing status, which is unacceptable for a potential borrower.

Source: Own elaboration based on [Cavalluzzo et al., 2002, p. 4–35; Fraser, 2005, p. 5–10; Chakravarty, Xiang, 2009, p. 10; Chakravarty, Yilmazer, 2009, p. 781–816; Han et al., 2009, p. 415–424; Freel et al., 2012, p. 399–418].

The studies on borrower discouragement conducted so far reveal the following causes behind such attitudes among corporations [Sawicka, Tymoczko, 2014, p. 10–11]:

- the erroneous conviction of corporations about the weak quality of their assets that might be used as collateral,
- the legal form of an enterprise – the more difficult it is to separate what belongs to an enterprise from what belongs to its owner, the weaker the relationships between a bank and a business and the stronger the conviction about difficulties potentially emerging during the application process,
- ethnic considerations – the ethnic background of the owners or managers of an enterprise,
- whether an enterprise is run by a male or a female,

- poor credit history stemming from a prior rejection of a loan application.

## **2. Methodology for determining the method of financing physical investments by non-financial corporations**

In order to compare two basic sources of finance for physical investments, the article applies the methodology of net sources of finance, developed by C. Mayer [1990, 1998]. The varied nature of investments means that they cause economic flows, creating economic value. Hence, it seems justified to ground research in financial flows. The methodology pioneered by C. Mayer applies the flows of funds, instead of their balances, correcting the gross sources of finance by their use in order to estimate a net contribution from banks, equity capital, commercial papers, trade credits, and other instruments to the financing of the corporate sector [Suzuki, Cobham, 2005, p. 1].

One of the universally available sources of data on the flow of funds in corporations the European System of National and Regional Accounts. It is used to estimate flows of funds to and from the domestic corporate sector as a whole [Corbett, Jenkinson, 1997, p. 69–93]. The European System of National and Regional Accounts (ESA 95) offers a coherent international methodological and accounting standard that can be used for in-depth analysis of an economy, its structure and links with other economies. The strength of national accounting is the fact that the system is adjusted to market economy and verified in practice.

Figures used to estimate physical investments in the corporate sector were obtained from two accounts, out of four accounts recording the accumulation, i.e. the capital account and the financial account. The capital account describes the changes in the value of non-financial assets held by institutional entities. The aim of the accumulation accounts is to present the process of capital transactions financing (i.e. investments and an increase of tangible working capital as well as acquisition and disposition of financial assets and liabilities). The capital account shows the acquisition of non-financial revenue and capital transfers for the capital transactions financing. On the revenue side (the sources) (the changes in liabilities and net worth) of the capital account are recorded as the net savings and capital transfers. The growth of non-financial assets and depreciation of fixed assets are recorded on the expenditures side (the uses) (i.e. the changes in assets) of the capital account. The balancing item of the capital account is the net lending (+) or the net borrowing (–). The financial account records the financial transactions of financial assets and liabilities that occur between institutional entities and between these entities and abroad. The assets changes side of this account records

the acquisition of financial assets less their use, i.e. the increase of financial claims, where as the liabilities changes side and net worth – the incurrence of liabilities less their repayment, i.e. the increase in financial obligations. As it has already been mentioned, the financial account does not have a balancing item, transferred to the next account, however the net result of this account and the net incurrence of liabilities less the net acquisition of financial assets, equal in values, but with the opposite sign of the net receivables/payables – the item balancing the capital account [Samborski, 2011, p. 160; *Studia i analizy statystyczne*, 2016, p. 9].

The net result of the financial account (the net incurrence of liabilities less the net acquisition of financial assets) is equal in value, yet with the opposite sign, to the balancing item in the capital account (the net receivables/payables). This results from the fact that in a given period the sources of finance in the corporate sector (revenues) are equal to their use (expenditure). Hence, based on the flow of funds account it is possible to estimate the structure of financing in the corporate sector.

We should remember that part of the funds raised by corporations is contributed towards the accumulation of financial assets. In consequence, the identification of the sources of finance for physical investments involves subtracting the net acquisition of financial assets (an increase in financial claims) from the net incurrence of liabilities (an increase in financial obligations). The logic behind the estimation of the sources of finance for physical investments in the corporate sector is presented in Table 2.

Following the logic presented in Table 2, we can determine the significance of different sources of finance used in financing physical investments in the corporate sector within a given period of time. This procedure, however, does not show how specific investment projects are financed in particular corporations.

**Table 2. Flow of funds account**

<b>“Net pay-off” method</b>	
Gross revenues (Gross sources)	Gross expenditure (Gross uses)
1. Gross saving	9. Currency, deposits and loans
2. Loans	10. Shares and other equity
3. Shares and other equity	11. Securities other than shares
4. Securities other than shares	12. Other accounts (receivable/payable)
5. Other accounts (receivable/payable)	13. Capital transfers
6. Capital transfers	14. Other (insurance technical reserve)
7. Other (insurance technical reserve)	15. Gross capital formation
8. TOTAL REVENUES (TOTAL SOURCES)	16. TOTAL EXPENDITURE (TOTAL USES)

"Net balance" method	
Net sources	Net uses
Internal (1)	
Bank finance (2-9)	
New equity (3-10)	
Bonds (4-11)	
Trade credit (5-12)	
Capital transfers (6-13)	
Other (7-14)	
NET SOURCES (8-9-10-11-12-13-14)	PHYSICAL INVESTMENT (15)

Source: Own elaboration based on [Samborski, 2011, p. 160; Corbett, Jenkinson, 1997, p. 86].

### 3. The assessment of borrower discouragement in corporations based in the Visegrad Group countries

The application of the methodology for net sources of finance, proposed by C. Mayer, allowed for the compilation of internal and bank sources of finance for physical investments in non-financial corporations based in the V4 countries (Table 3).

Unlike the other Visegrad Group countries, in the years under consideration, Czechia (Czech Republic) enjoyed a relatively stable situation with respect to internal sources of finance. The average level of this source of finance stood at 82.75%, while its highest value (94.62%) was reached in 2009 and the lowest – 71.47% – in 2007.

Czechia's banking system is dominated by foreign ownership, i.e. approx. 30% of banks in Czechia are foreign banks, whereas in the remaining 47% the subsidiaries of foreign banks hold a stake in the structure of banks in Czechia. This form of operations conducted in another country is preferred mainly by Austrian and German banks.

**Table 3. Internal and external sources of finance for physical investments in V4 countries, non-financial corporations, 2005–2015 (%)**

Year	Czechia		Hungary		Poland		Slovakia	
	Internal	Bank finance	Internal	Bank finance	Internal	Bank finance	Internal	Bank finance
2005	82.26	2.16	81.09	24.84	121.81	-9.29	68.49	-8.29
2006	75.99	12.36	92.21	19.81	110.37	17.00	81.13	0.91
2007	71.46	0.84	83.14	43.72	85.04	18.14	85.55	1.39
2008	78.23	21.70	82.51	33.25	102.53	48.73	84.02	24.94
2009	94.62	-19.59	127.33	6.51	146.68	-9.50	120.82	0.82
2010	85.18	-4.21	122.71	-38.80	143.86	-16.65	103.98	4.70
2011	80.14	6.76	119.19	-13.74	138.18	18.79	89.31	-2.21

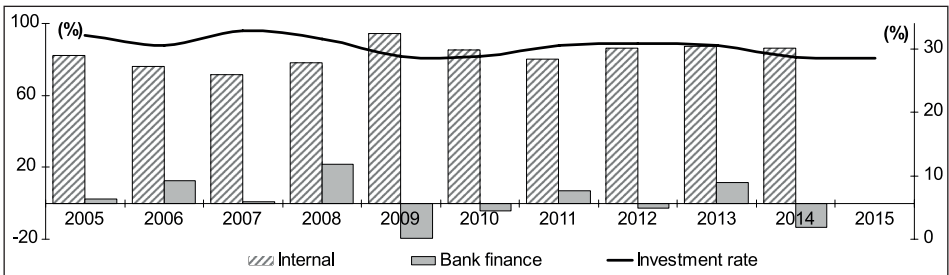


Year	Czechia		Hungary		Poland		Slovakia	
	Internal	Bank finance	Internal	Bank finance	Internal	Bank finance	Internal	Bank finance
2012	86.47	-2.67	115.03	39.26	141.03	27.23	132.56	-22.43
2013	87.11	11.70	129.27	-23.00	157.87	4.26	135.73	-25.75
2014	86.08	-13.25	108.10	-1.34	142.77	5.24	119.72	-27.20
2015	:	:	128.80	-164.97	151.63	2.77	114.33	8.25
: not available								

Source: Own elaboration based on [Eurostat Database, accessed: June 2017].

Bank sources for financing physical investments in non-financial corporations in Czechia played an important role especially in the years 2006, 2008 and 2013, when their contribution exceeded 10%, only to come as high as 22% in 2008. It is worthwhile to note that the stream of finance was reversed in 2009–2010, when funding started to flow from the corporate sector to the banking sector. The situation was the result of the financial crisis in 2008, when many corporations either reduced their investment activity or invested mainly with their own funds. Figure 1 presents internal and bank finance for physical investments in the corporate sector, compared to the gross investment rate in Czechia’s economy in the years of 2005–2015.

**Figure 1. Investment rate, internal and bank finance of Czech non-financial corporations, 2005–2015**



Source: Own elaboration based on [Eurostat Database, accessed in June 2017].

In the case of the other debt instruments, a significant contribution to financing physical investments both in the Czech and Polish corporate sector came from net trade credit. On the other hand, bonds played a minor role, although it should be admitted that the use of this instruments is more extensive in Czech corporation than in companies based in Poland. This is because, among others, bonds are a financial instrument used mainly by large corporations and the percentage of such corporations is higher in Czechia than in Poland.

In the years of 2005–2015 we could see significant changes in the way of financing physical investment in the corporate sector in Hungary (Table 3). From 2005 to 2008 internal funding stayed at a low level – from 81% to 92% – however in 2009 it started to rise to well over 100%. Internal funding reached its highest levels of 129.27% and 128.80% in 2013 and 2015 respectively. In the years of 2005–2009, banking sources played an important role in financing physical investments in Hungary. In the subsequent years, however, the banking sector in that country experienced increasing difficulties, which was also reflected in its ability and willingness to finance physical investments planned by Hungarian companies. The reasons behind the decreasing participation of banking institutions in financing of development for Hungarian corporations include:

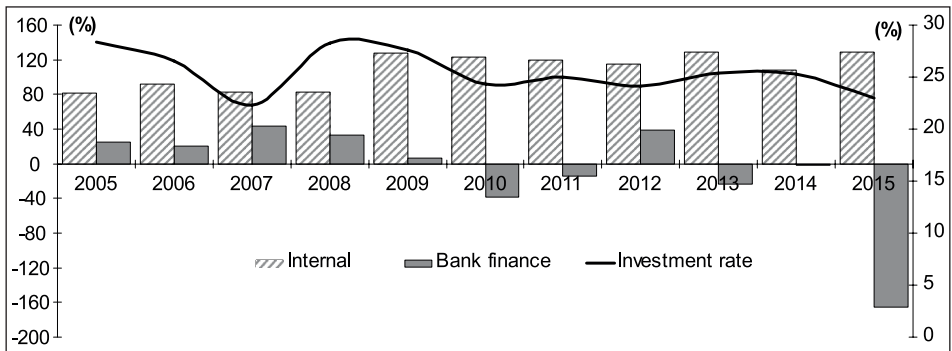
- introduction (in 2010) of tax for companies and individuals in Hungary, at the rate of 0.53% of their assets, which so far has cost the corporate sector 2.5 billion euros,
- introduction (in 2013) of tax on financial transactions, generating the annual revenues for the government of 0.85 billion euros,
- conversion of Swiss franc loans, leading to significant deterioration in the banking sector's performance,
- a rise in credit default risk, which used to remain around the average level for the region, but in late 2014 risky loans went up to 14% of the banks' portfolio, while in Poland, Czech Republic and Slovakia the average figure was 7%,
- some controversial ideas related to ownership transformations in the banking sector, planned by the government (nationalisation of the banking sector).

An attempt to incentivise lending was made by the Central Bank, which had launched a so-called 'credit scheme for growth stimulation' (NHP), under which by the end of 2014 commercial banks received zero-interest funds totalling 2,750 billion forints. These funds were meant to help commercial banks to provide funding to small and medium-sized corporations. In 2015, the Central Bank added another tranche of 500 billion forints. Despite these efforts, the level of Hungarian businesses' borrowings fell to a record low in 2015. In that year the total debt rate of the corporate sector went down to 6,354 billion forints. Such a dramatic fall in borrowing may mean that companies focused on repaying their existing loans, rather than applying for new ones. In the first four months of 2015, Hungarian businesses' payments to commercial banks were by 230 billion forints higher than their new loans. Another unfavourable phenomenon was the fact that such bank loans – inconsistently with the underlying aim – were mostly applied for by bigger companies, instead of SMEs, although banks had been

eager to finance such companies also before. When looking at the corporate sector, a decrease in borrowing could primarily be seen in such industries as food, construction, power generation and IT. The only industries which managed not to give up to that trend were machine and chemical ones [Szczęśniak, 2016; Lanczi, 2010].

Figure 2 presents internal and bank finance for physical investments in the corporate sector, compared to the gross investment rate in the Hungarian economy in the years of 2005–2015.

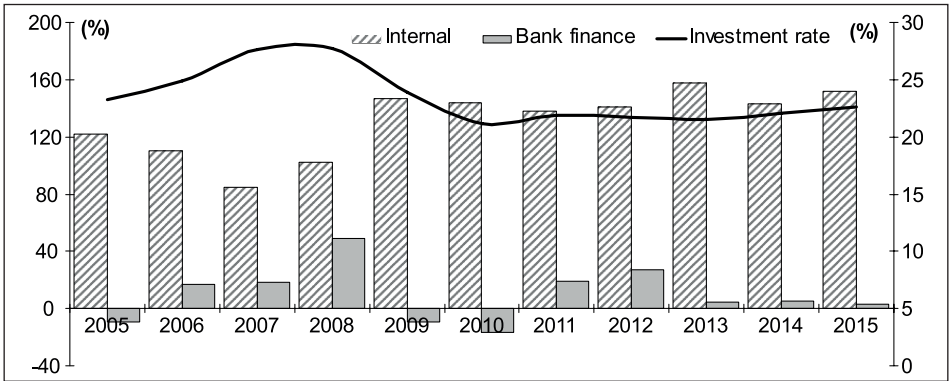
**Figure 2. Investment rate, internal and bank finance of Hungarian non-financial corporations, 2005–2015**



Source: Own elaboration based on [Eurostat Database, accessed in June 2017].

Also in Poland, the corporate sector seems to rely on internal finance for physical investments to a much larger extent than on bank loans. In the researched period of time, only in 2007 the value was lower than 100%, while in all the other years it exceeded 100%, with a significant rise occurring after 2008 and continuing until today. Figure 3 shows a disproportion between the use of internal finance and bank finance for physical investments in Poland's corporate sector. In 2005 and in the years 2009–2010, more loans were repaid than taken out by Polish corporations. It is estimated that approximately 20% of corporations in Poland have not taken any loans for their entire period of operation. The data lead to a conclusion that a large number of corporations operate – out of choice or necessity – without financing provided by bank loans. The survey conducted by the National Bank of Poland (Poland's central bank) revealed that the main reasons why corporations were not interested in bank financing were their own sufficient resources and the use of non-bank finance. This means that financial security is more important for corporations than the opportunity to take advantage of high positive leverage.

**Figure 3. Investment rate, internal and bank finance of Polish non-financial corporations, 2005–2015**



Source: Own elaboration based on [Eurostat Database, accessed in June 2017].

More specific reasons for adopting the attitude of a discouraged borrower towards the possibility of obtaining a bank loan to support the growth of an enterprise can be identified as: uncreditworthiness, high costs of a loan and unfavourable repayment conditions, a mismatch between a bank offer and the needs of an enterprise, overly complex procedures, the reluctance of corporations to reveal their documentation, concerns related to credit terms, market uncertainty, bad experiences of cooperation with a bank, fear of the rejection of an application [Sawicka, Tymoczko, 2014, p. 29 and further].

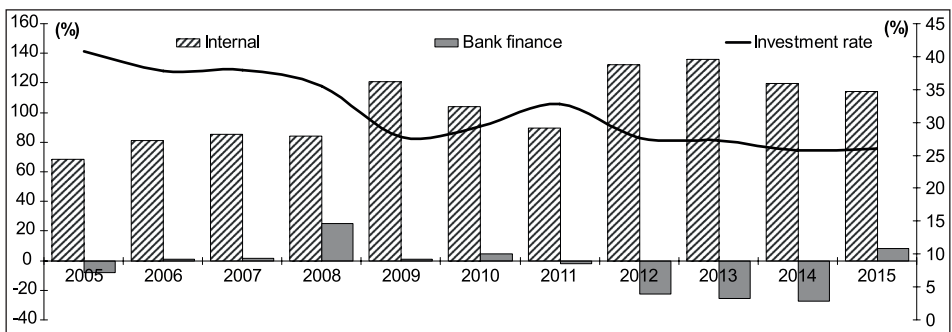
In the years 2005–2008, Slovakia had an average share of internal finance for physical investments at the level of 79.80%. In the period, we can notice low levels of bank finance, with the exception of 2008, when bank finance accounted for almost 25%. One of the reasons can be identified as relatively high inflation, making bank loans more expensive. Additionally, in the case of Slovakia the financing of physical investments by non-financial corporations should be considered through the prism of the euro adoption in this country. The efforts undertaken by the consecutive governments led to Slovakia's accession to the eurozone in 2009. A major success achieved in the years 2009–2010 was the inflation rate kept below 1%, which caused that the Central Bank reduced the interest rate to 1.75% in 2009. The eurozone accession also resulted in the lower cost of money in Slovakia and low interest rates gave both individuals and businesses access to cheaper credit. Before the euro adoption, credit terms in Slovakia had been similar to the ones in Poland.

In January 2007, interest on investment loans was the same in both countries – 5.9%, whereas in 2009 Slovakian businesses paid 3.8% annually

and Polish firms – 6.2% [Kowalczyk, 2009]. Undoubtedly, the economic slowdown, originated by the 2008 world crisis, contributed to the greater use of accumulated equity and the reduction in interest shown in bank loans on the side of corporations, but compared to the other V4 countries, the shift was not as deep. The situation changed completely after 2011. In the years 2012–2014, managers in non-financial corporations made their investment decisions mainly based on internal finance, while in the case of bank finance, we could observe the reversal of the streams of funding, which started to flow from the corporate sector to the banking sector. Slovakia’s banking sector is a small, conservative banking market, characterized with strong capital concentration and dominated by foreign investors, mainly from Austria, Czechia and Luxemburg.

Figure 4 presents internal and bank finance for physical investments in the corporate sector, compared to the gross investment rate in the Slovakian economy in the years of 2005–2015.

**Figure 4. Investment rate, internal and bank finance of Slovakian non-financial corporations, 2005–2015**



Source: own elaboration based on [Eurostat Database, accessed in June 2017].

It is worthwhile to note that the fulfillment of the Maastricht criteria and the euro adoption by Slovakia reduced political populism and provided foreign investors with a guarantee that the country where they invested would continue to develop. Since 2009, Slovakia has approved the investment from, for example, Volkswagen, AU Optronics and Samsung. Furthermore, the financial decisions made by corporations since 2013 have been influenced by the corporate bond market.

### Conclusions

The observations discussed in the article, concerning the reluctance of managers running non-financial corporations in the Visegrad group countries to use bank loans in financing physical investments, are also

confirmed by the results of the study presented in the article entitled “The Effects of the Banking System Structure on Borrower Discouragement: Empirical evidence across 25 European countries” [Mol-Gómez-Vázquez et al., 2018, p. 312–329]. The authors of the study argue that borrower discouragement among corporations is definitely stronger and more prevalent in Eastern European countries, including the V4 countries, than in Western Europe. Both in Slovakia and in Poland, which rank second and third lowest among the 25 analyzed European countries, but also in the Czech Republic and in Hungary, the most significant causes of borrower discouragement among corporations stem from relatively high interest rates and complicated banking procedures. Additionally, corporations encounter barriers arising from the necessity to meet collateral requirements.

The comparative study encourages reflection that borrower discouragement among corporations is related to conservative development policies pursued by corporations, which opt for conservative financing strategy based on internal finance. It should also be noted that the diversification (or its absence) of sources of finance for investment activity depends on, *inter alia*, differences between economies in macroeconomic terms, the features of the financial system and the characteristics of a particular market (e.g. costs of capital), legislation, alternative methods of capital acquisition and their availability (including the position of a stock exchange as a source of capital acquisition). Undoubtedly, borrower discouragement in the corporate sector was also exacerbated by the economic crisis, which was reflected in scaling down investment processes and financing investment projects from equity capital.

In V4 countries, in the wake of the 2008 crisis, the banking sector attempted to implement favourable loan policies for corporations by introducing low margins and applying more lenient risk assessment in particular sectors. Special programmes were pursued, aiming to encourage the use of bank finance, especially by the small and medium-sized enterprise sector. In 2013, in Czech Republic, Poland, Hungary and Slovakia a government programme of guarantees – *de minimis* – was launched, targeting the SME sector. Its main goals were [Sawicka, Tymoczko, 2014, p. 39]:

- offering loans to banks so that they can provide borrowing to corporations,
- introducing a system of guarantees for corporations applying for loans while not having collateral,
- giving access to interest-free funds by the central bank to domestic banks in order to support borrowing targeted at small and medium-sized corporations,

- granting loans with reduced interest repayment to small and medium-sized corporations.

According to the representatives of banks, the programme of guarantees has helped to reach many corporations that would not be granted a bank loan on commercial terms, which contributes to reduced borrowing discouragement, especially among small and medium-sized businesses.

## References

- Cavalluzzo K.S., Cavalluzzo L., Wolken J. (2002), *Competition, Small Business Financing, and Discrimination: Evidence From a New Survey*, "Journal of Business", Vol. 75, No. 4.
- Chakravarty S., Xiang M. (2009), *What Discourages Small Businesses from Asking for Loans? The International Evidence on Borrower Discouragement*, Working Papers No 903, Department of Consumer Sciences and Retailing, Purdue University.
- Chakravarty S., Yilmazer T. (2009), *A multistage model of loans and the role of relationships*, "Financial Management" Vol. 38, No. 4.
- Corbett J., Jenkinson T. (1997), *How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States*, The Manchester School Supplement, Blackwell Publishers Ltd., Oxford.
- Eurostat Database, [www.ec.europa.eu/erostat/](http://www.ec.europa.eu/erostat/), accessed: November-June 2017.
- Fraser S. (2005), *Finance for Small and Medium-Sized Enterprises. A Report on the 2004 UK Survey of SME Finances*, Centre for Small and Medium-Sized Enterprises, Warwick Business School, University of Warwick.
- Freel M., Carter S., Tagg S., Masson C. (2012), *The latent demand for bank debt: characterizing discouraged borrowers*, "Small Business Economics", Vol. 38, No. 4.
- Han L., Storey D.J., Fraser S. (2009), *Are good or bad borrowers discouraged from applying for loans? Evidence from US small business credit market*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 33, No. 2.
- Jajuga T., Słoński T. (1998), *Finanse spółek. Długoterminowe decyzje inwestycyjne i finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Kowalczyk J. (2009), *Słowacy mają już kredyty znacznie tańsze niż my*, <https://www.pb.pl/>, accessed: 06.2017.
- Lanczi A. (2010), *Kryzys finansowy a węgierska polityka*, <http://www.omp.org.pl>, accessed: 11.2016.
- Mayer C. (1990), *Financial systems, corporate finance and economic development*, in: R. Hubbard (ed.), *Asymmetric information, corporate finance and investment*. National Bureau of Economic Research, New York.
- Mayer C. (1998). *New issues in corporate finance*, "European Economic Review", Vol. 32, No. 5.
- Mol-Gómez-Vázquez A., Hernández-Cánovas G., Koëter-Kant J. (2018), *Legal and Institutional Determinants of Factoring in SMEs: Empirical Analysis across 25 European Countries*, "Journal of Small Business Management", Vol. 56, No. 2.
- Pastusiak R. (2010), *Ocena Efektywności Inwestycji*, CeDWu, Warszawa.

- Rogowski W. (2013), *Rachunek efektywności inwestycji*. Wolters Kluwer, Warszawa.
- Samborski A. (2011), *Wykorzystanie rachunków narodowych w analizach ekonomicznych*, in: *Podstawy metodologii badań w naukach o zarządzaniu*, W. Czakon (ed.), Wolters Kluwer, Warszawa.
- Sawicka A., Tymoczko I. (2014), *Dlaczego polskie przedsiębiorstwa nie korzystają z kredytu?*, Instytut Ekonomiczny Narodowego Banku Polskiego, Warszawa.
- Sierpińska M., Jachna T. (2004), *Ocena przedsiębiorstwa wg standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Studia i analizy statystyczne* (2016), *Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych w latach 2011–2014*, GUS, Warszawa.
- Suzuki K., Cobham D. (2005), *Recent trends in the sources of finance for Japanese firms: has Japan become a 'high internal finance' country*, Discussion Paper Series, No. 0501, University of St Andrews, Scotland.
- Szcześniak A. (2016), *Viktor Orban i walka o suwerenność Węgier*. "Nowa Debata", [www.nowadebata.pl](http://www.nowadebata.pl), accessed: 11.2016.
- Towarnicka H. (2000), *Strategia inwestycyjna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- Wypych M. (ed.). (2007), *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent Sp. z o.o., Łódź.

## Summary

The article places the main focus on borrower discouragement. Its primary aim is to explain what this phenomenon involves and determine its scope and causes in the Visegrad Group countries (V4). In order to achieve this aim, the author presents and compares two major sources of finance for physical investments in non-financial corporations, i.e. internal finance and bank finance.

The article uses the methodology of net sources of finance initially developed by C. Mayer, J. Corbett and T. Jenkinson.

The practical dimension of the analysis should be perceived through the prism of the opportunities to determine the direction of changes in the area of financing physical investments of non-financial corporation in the V4 countries.

## Keywords

physical investments, sources of finance, borrower discouragement