

ROZDZIAŁ 2

WPŁYW WŁADZTWA KORPORACYJNEGO NA TWORZENIE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Monika Marcinkowska*

1. Wprowadzenie

Centralnymi kwestiami władztwa korporacyjnego, z perspektywy teorii agencji, są zagadnienia asymetrii informacji, negatywnej selekcji i pokusy nadużyć (działań oportunistycznych), wynikające z rozdzielenia własności i kontroli. Właściciel jest jednym z interesariuszy – jako kapitałodawca ma roszczenia dotyczące generowanej przez podmiot nadwyżki finansowej. Jeśli mechanizmy monitoringu i kontroli nie funkcjonują efektywnie, agenci (kierownictwo) koncentrują się na realizacji własnych celów (pomnażaniu własnego bogactwa), w miejsce celów pryncypała (maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla właściciela)¹. Mechanizmy władztwa korporacyjnego mogą być rozpatrywane jako koszty agencji, ponoszone w celu zapewnienia realizacji kontraktów. Zatem kluczowym zadaniem struktur *corporate governance* (CG) jest ograniczanie konfliktów między agentem a pryncypałem – w praktyce: zwiększenie efektywności działania przedsiębiorstwa i przyczynienie się do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa.

Celem opracowania jest wskazanie w jaki sposób mechanizmy władztwa korporacyjnego mogą przyczynić się do tworzenia wartości podmiotów oraz teoretyczna analiza beneficjentów kreowanej wartości.

* Prof. dr hab., Uniwersytet Łódzki

¹ M.C. Jensen, W.H. Meckling: *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. "Journal of Financial Economics", 1976, vol. 3, Issue 4; E. U. Fama, M. C. Jensen: *Separation of Ownership and Control*. "Journal of Law and Economics", vol. XXVI, June 1983

2. Tworzenie wartości - dla właścicieli czy interesariuszy?

Kwintesencją władztwa korporacyjnego jest odpowiedzialność za losy spółki, jej postępowanie i wpływ na wszystkich interesariuszy. Tradycyjnie akcentowano wyłącznie lub głównie odpowiedzialność przedsiębiorstwa wobec jego właścicieli, jednak wraz ze wzrostem popularności postaw społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw coraz częściej akcentuje się konieczność uwzględniania w wiązce celów przedsiębiorstwa odpowiedzialności także wobec innych niż jedynie właściciele interesariuszy.

Znajduje to odzwierciedlenie pojmowaniu strategii przez Ansoffa - stwierdził on iż strategia przedsiębiorstwa jest wypadkową celów, odpowiedzialności i ograniczeń, będących kompromisem ustalonym pomiędzy poszczególnymi grupami interesów².

W sporze o naczelny cel istnienia przedsiębiorstw wyróżnia się dwa podejścia: pierwsze bezwzględnie opowiada się za wyłącznym celem maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, drugie postuluje ustanowienie strategicznych, nie tylko finansowych celów przedsiębiorstwa. Rozważania o wpływie uwzględniania potrzeb interesariuszy na wyniki finansowe działalności przedsiębiorstwa w teorii zarządzania wyróżniono: tezę dysharmonii (Freedmana), głoszącą, że koncentracja na potrzebach innych niżli właściciele interesariuszy prowadzi do destrukcji wartości przedsiębiorstwa oraz tezę harmonii (Freemana), zgodnie z którą wartość przedsiębiorstwa rośnie wraz z zaspokajaniem potrzeb wszystkich zainteresowanych stron³. Tymczasem należy zauważyć, że aby móc wygenerować wartość dla właściciela, przedsiębiorstwo musi zaspokoić (przynajmniej częściowo) interesy innych zainteresowanych stron. W toku swej działalności spółka wchodzi w wiele interakcji z różnorodnymi interesariuszami, którzy w istotny sposób wpływają na jakość jej pracy i warunkują możliwość stabilnego funkcjonowania, generowania zysków i tworzenia wartości dla akcjonariuszy. Aby móc kreować wartość, przedsiębiorstwo musi dbać o wszystkich interesariuszy. Prowadzi to do oczywistej potrzeby wyważenia spełnianych potrzeb i oczekiwań wszystkich zainteresowanych stron. Celem nadrzędnym pozostaje zatem nadal generowanie wartości dla właścicieli, jednak należy uznać, że będzie to możliwe wyłącznie

² H. I. Ansoff: *Corporate Strategy*, McGraw Hill, New York, 1965

³ D.W. Kirsten: *Das bankspezifische Shareholder-Value-Konzept*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 2000

wówczas, gdy w wystarczającym stopniu spełnione zostaną potrzeby pozostałych grup interesów⁴.

M. Jansen lansuje *enlightened stakeholder theory* i związaną z nią koncepcję „oświeconej maksymalizacji wartości” (*enlightened value maximization*), która bazuje na teorii interesariuszy, przyjmując jednak, że maksymalizacja wartości firmy w długim terminie jest kryterium podejmowania decyzji wymagających dokonania wyboru pomiędzy żądaniami różnych interesariuszy⁵. Potwierdza on, że nie jest możliwa maksymalizacja wartości w długim okresie jeśli ignorowane będą istotne grupy zainteresowanych stron.

Postawa przedsiębiorstwa wobec kwestii interesariuszy i odpowiedzialności wobec nich ma wpływ na kształt funkcjonującego systemu władztwa korporacyjnego. Rozważając modele *corporate governance* w tym kontekście, można wyróżnić trzy podejścia⁶:

- podejście globalne – postawa koncentrująca się na właścicielach (model konkurencyjny – *competition model*),
- podejście lokalne – postawa koncentrująca się na interesariuszach (model kooperacyjny – *cooperation model*),
- podejście glokalne – postawa, w której wyważone są potrzeby właścicieli i innych interesariuszy (model „koopurencji” – *coopetition model*).

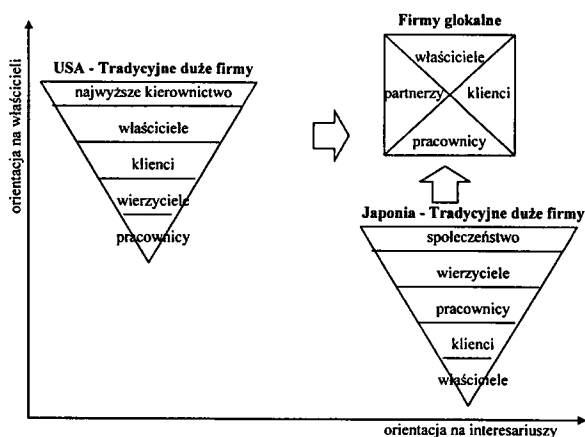
⁴ Szerzej: M. Marcinkowska: *Zarządzanie relacjami przedsiębiorstwa z interesariuszami*, [w:] Jeżak J. [red.], *Rozwój teorii i praktyki zarządzania strategicznego – doświadczenia krajowe i międzynarodowe*, tom 1, PAM Center, Łódź 2003.

⁵ M.C. Jansen: *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. “Journal of Applied Corporate Finance”, Fall 2001, vol. 14.3

⁶ M. Hilb: *New Corporate Governance. Successful Board Management Tools*. Springer, Heidelberg 2005, s. 22

Rys. 1 przedstawia przykłady orientacji na wartość rad nadzorczych w kontekście powyższych modeli.

Rysunek 1. Orientacja rad nadzorczych na wartość



Źródło: M. Hilb, *New Corporate Governance. Successful Board Management Tools*, Springer, Heidelberg 2005, s. 22

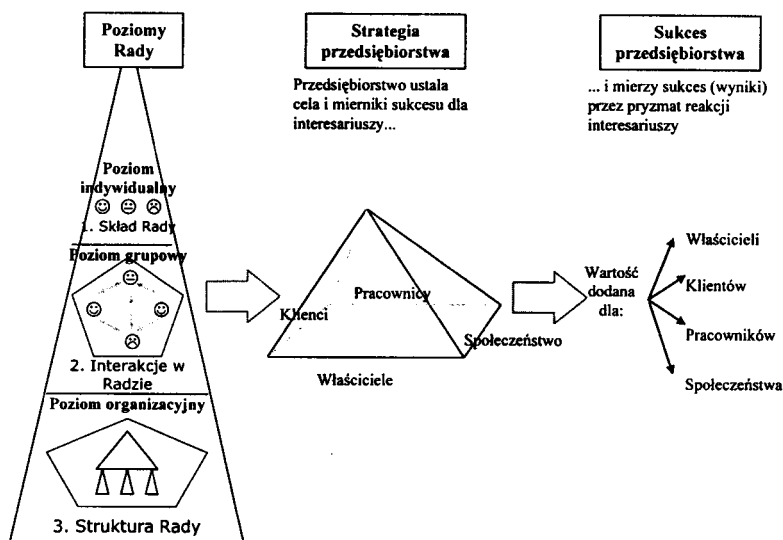
Warto tu wskazać, że badania przeprowadzone wśród polskich spółek akcyjnych nie wskazują jednoznacznej prawidłowości co do orientacji przedsiębiorstw: nieco ponad połowa przewodniczących rad nadzorczych wskazywała na interes akcjonariuszy jako nadrzędny, zaś 2/3 ankietowanych prezesów zarządów wskazywało na spełnienie oczekiwań wszystkich największych grup interesów. Autorzy badań podsumowują, iż przedsiębiorstwa są zarządzane zgodnie z teorią interesariuszy, zaś zainteresowanie rad nadzorczych interesem właścicieli tłumaczą głównie tym, że ich członkowie w przeważającej części wywodzą się z grona akcjonariuszy⁷.

Niezależnie od stopnia, w jakim strategia spółki uwzględnia oczekiwania różnych grup interesariuszy, wskazuje się na obowiązki rady nadzorczej (rady dyrektorów) w wyznaczaniu owej strategii i odpowiedzialność za generowane

⁷ Szerzej: J. Jeżak [red.], *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*. Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 99-100.

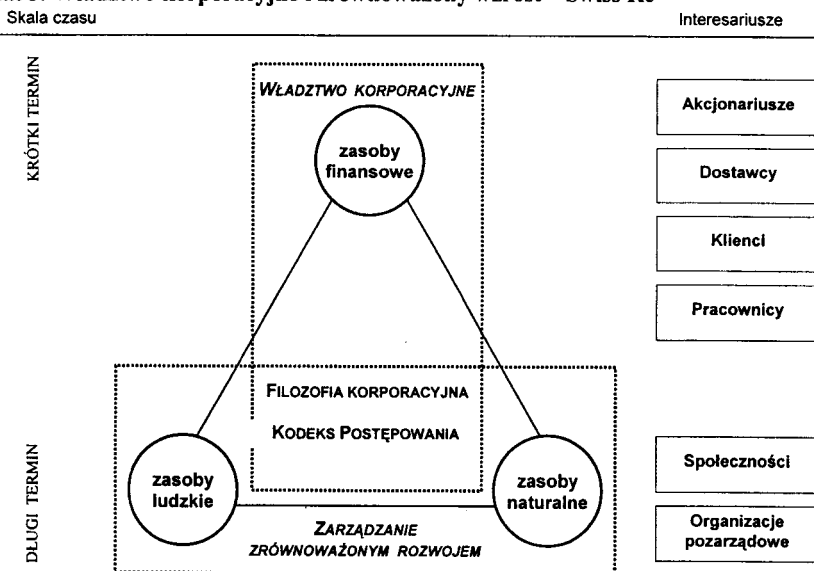
wyniki. Akcentuje się przy tym trzy poziomy relacji rady: indywidualny (związany z działaniami i postawami poszczególnych członków tego gremium), grupowy (wynikający z interakcji pomiędzy różnymi członkami rady) oraz organizacyjny (będący efektem formalnych struktur i odpowiedzialności) – patrz rys. 2.

Rysunek 2. Relacja między radą, strategią i sukcesem przedsiębiorstwa



Źródło: M. Hilb, *New Corporate Governance...*, op.cit., s. 70

Powyższe teoretyczne rozważania mają odzwierciedlenie w praktyce gospodarczej – niektóre przedsiębiorstwa akcentują swą społeczną odpowiedzialność i wskazują na uwzględnienie potrzeb interesariuszy w wiążące celów, czyli oparcie filozofii korporacyjnej na zasadzie zrównoważonego rozwoju (przykładem jest Swiss Re, którego filozofię prezentuje rys. 3)

Schemat 3. Władztwo korporacyjne i zrównoważony wzrost – Swiss Re

Źródło: www.swissre.com

3. „Premia wartości” za dobre praktyki w zakresie władztwa korporacyjnego

McKinsey & Company przeprowadza serię badań opinii inwestorów; ich wyniki wskazują, że dobre władztwo korporacyjne jest dla inwestorów instytucjonalnych równie istotne jak same wyniki finansowe, a tym samym stawowi istotne kryterium inwestycyjne. Znaczna część inwestorów jest skłonna za akcje tych spółek, które cechuje wysoki poziom nadzoru właścicielskiego zapłacić więcej niż wynosi ich rynkowa cena. Owa deklarowana swoista „premia wartości” zależna jest od regionu/kraju i osiągała różny poziom w badaniach przeprowadzanych w różnych latach⁸:

- w 1996 r. wśród respondentów, którzy byli skłonni zapłacić więcej, średnia premia wyniosła 16% (wśród wszystkich respondentów średnia wyniosła 11%),
- w 2002 r. premia wahała się od 12-14 proc. w Ameryce Północnej i Europie Zachodniej, 20-25 proc. w Azji i Ameryce Łacińskiej do 30 proc. w Europie

⁸ www.mckinsey.com

Wschodniej i 40 proc. w Afryce; w Polsce wyniosła 23 proc.

- w 2003 r. premia wyniosła 30% w Europie Wschodniej i Afryce, 22% w Ameryce Łacińskiej i w Azji, 14% w Europie Zachodniej oraz 13 % w Ameryce Pn.

Spółkę o dobrym poziomie władztwa korporacyjnego charakteryzowały następujące cechy: większość zewnętrznych członków rady, zewnętrzny dyrektorzy są naprawdę niezależni (brak powiązań z zarządem), dyrektorzy mają istotny udział we własności, istotna część wynagrodzenia dyrektorów związana jest z akcjami, stosowana jest formalna ocena dyrektorów, spółka ujawnia informacje na temat kwestii związanych z władztwem korporacyjnym.

Jako główne oczekiwania względem członków rady nadzorczej ankietowani wskazali: monitorowanie i ocenę długoterminowej strategii, monitorowanie i ocenę wyników działalności przedsiębiorstwa, ocenę wyników członków wyższego kierownictwa, prowadzenie spraw prawnych i etycznych, planowanie sukcesji prezesa zarządu, komunikację z właścicielami, komunikację z innymi interesariuszami, ustalanie planów wynagradzania zarządu, ocenę procesu rozwoju kadry kierowniczej, ocenę działalności rady.

Powyższe badania dotyczą opinii - deklaracji inwestorów na temat ich skłonności do płacenia wyższych cen. Wyniki owe należy skonfrontować z faktycznymi rezultatami osiąganymi przez spółki na rynkach kapitałowych.

Przeprowadzane w ostatnich latach badania empiryczne potwierdzają, że spółki o wysokich standardach władztwa korporacyjnego osiągają wyższe zwrotu z inwestycji niż inne spółki, a zatem w wyższym stopniu zwiększają bogactwo właścicieli. Badania przeprowadzone w 2003 roku na rynku amerykańskim (grupa naukowców ze szkół biznesu uniwersytetów Harvard i Wharton) dowiodły, że w latach dziewięćdziesiątych XX w. portfel złożony z akcji firm o najwyższych standardach ładu korporacyjnego (opracowany na podstawie indeksu Investor Responsibility Research Center) zyskałby na wartości prawie 6 punktów procentowych więcej niż indeks S&P 500 oraz ponad 9 punktów procentowych więcej niż portfel złożony z akcji spółek o niskim standardzie praktyk ładu korporacyjnego⁹.

Gompers, Ishii i Metrick¹⁰ przedstawili wyniki analiz 1500 dużych przedsiębiorstw w ostatniej dekadzie XX w. Na podstawie 24 zasad władztwa korporacyjnego skonstruowali „Indeks Władztwa” (*Governance Index*) odzwierciedlający poziom praw akcjonariuszy. Następnie przeprowadzono

⁹ za: J. Poświata, Ł. Jadachowski: *Ład korporacyjny a wycena spółek giełdowych na światowych rynkach kapitałowych*. „Rzeczpospolita”, 6.02.2006.

¹⁰P.A. Gompers, J.L. Ishii, A. Metrick: *Corporate Governance and Equity Prices*. “Quarterly Journal of Economics”, Vol. 118, No. 1, Feb. 2003

symulację: strategia inwestycyjna polegająca na zakupie akcji spółek z najniższego decyla indeksu (najsilniejsze prawa) i sprzedaży akcji spółek z najwyższego decyla indeksu (najsłabsze prawa), dałaby dodatkowy zwrot na poziomie 8,5% rocznie w tym samym okresie. Autorzy badań wskazują, że podmioty o silniejszej ochronie praw właścicieli miały wyższą wartość, wyższe zyski, większy wzrost przychodów, niższe nakłady inwestycyjne i rzadziej dokonywały przejęć kapitałowych.

Podobne badania przeprowadzili Bauer, Gunster i Otten¹¹: stworzyli „portfele dobrego władztwa” (20% spółek o najlepszych ratingach CG) i „portfele złego władztwa” (20% spółek o najgorszych ratingach CG) dla spółek z indeksu FTSE Eurotop 300. Autorzy zauważyli pozytywną korelację między wartością spółki (mierzoną wskaźnikiem Q Tobina) a ratingiem *corporate governance*. Gdy jednak dokonano korekty o różnice pomiędzy krajami, relacja ta znacząco osłabła. W przeciwieństwie do poprzedniego cytowanego badania, te analizy wskazały na negatywny związek między standardami władztwa a wskaźnikami opartymi na zyski (marża zysku i rentownością kapitałów własnych).

Kontynuacją badań GIM była analiza, którą przeprowadzili Guay, and Rusticus¹², tworząc G-index oparty na badaniach Investor Responsibility Research Center dotyczących ochrony praw akcjonariuszy. Uwagę autorów zwróciła kwestia braku bieżącego uwzględniania informacji o jakości władztwa korporacyjnego w cenie akcji. W toku badań okazało się, że różnicowe zwroty na akcjach spółek w ostatnich latach odwracają się; ogólnie wywiedziono wniosek, iż słabe władztwo nie powoduje niskiego zwrotu na akcjach.

Do podobnych wniosków doszli Larcker, Richardson i Tuna¹³: na próbie 2106 spółek zbadali relację między szerokim zakresem wskaźników władztwa korporacyjnego a różnymi miernikami odnoszącymi się do podejmowania decyzji zarządczych oraz osiąganych wyników finansowych. Wyniki badania wskazywały na zróżnicowany związek między wskaźnikami CG a wynikiem finansowym, wskaźnikiem Q-Tobina i nadwyżkowym zwrotem z akcji.

Pozytywny związek między jakością specyficznego dla spółki władztwa korporacyjnego a wyceną potwierdzili w badaniach na szwedzkich

¹¹ R. Bauer, N. Gunster, R. Otten: *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance*. “Journal of Asset Management”, 2004, Vol 5 No. 2

¹² J. Core, W. Guay, T. Rusticus: *Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations*. “Journal of Finance”, Vol. 61, No. 2, April 2006

¹³ D.F. Larcker, S.A. Richardson, I. Tuna: *How Important is Corporate Governance?*, May 2005, <http://ssrn.com>

przedsiębiorstwach Beiner et al.¹⁴. Autorzy nie analizowali jednego odrębnego mechanizmu władztwa korporacyjnego, lecz skonstruowali indeks, wprowadzając zmienne dotyczące struktury własnościowej, charakterystyk rady oraz dźwigni co pozwoliło na zbadanie wpływu (zróżnicowanego) poszczególnych elementów.

Skoro wyniki badań dotyczących relacji między jakością władztwa korporacyjnego a wartością przedsiębiorstwa, przeprowadzanych na różnych rynkach, nie są jednoznaczne, warto rozważyć które mechanizmy władztwa korporacyjnego i w jaki sposób mogą wpływać na generowanie wartości.

4. Struktury i mechanizmy władztwa korporacyjnego i ich wpływ na tworzenie wartości

Spośród wszystkich struktur i mechanizmów władztwa korporacyjnego najczęściej wskazuje się na związek z wartością przedsiębiorstwa następujących elementów:

- 1) struktura własności i kontroli – rozdział własności i kontroli, struktura własnościowa (występowanie inwestora strategicznego, występowanie określonego typu inwestorów instytucjonalnych – np. banków, koncentracja akcji, posiadanie akcji przez kierownictwo itp.), zabezpieczenie interesu właścicieli mniejszościowych, zabezpieczenie przed wrogiem przejęciem itp.,
- 2) rada nadzorcza – liczba członków rady, liczba członków niezależnych, profil, wiedza i doświadczenie dyrektorów, zróżnicowanie członków rady, wewnętrzna organizacja rady (komitety), zakres odpowiedzialności rady itp.,
- 3) ocena i wynagradzanie kierownictwa – formalna ocena kierownictwa, konstrukcja systemów motywacyjnego wynagradzania, udział wynagrodzenia opartego na akcjach itp.,
- 4) ujawnianie informacji – polityka informacyjna, zakres i jakość ujawnianych informacji, dobrowolne ujawnienia, dostępność informacji itp.

Ad. 1) W pierwszej grupie zagadnień analizowana jest w szczególności kwestia relacji między koncentracją akcji (w tym – istnieniem większościowego inwestora) a efektywnością i wartością przedsiębiorstwa. Wyniki tych badań są dość niejednoznaczne, choć w wielu z nich wskazuje się na istnienie pozytywnej korelacji. Kwestię struktury własności badali m.in. Demsetz i Lehn¹⁵, wskazując

¹⁴ S. Beiner, W. Drobetz, M.S. Schmid, H. Zimmermann: *An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation*. Jan. 2005, <http://ssrn.com>

¹⁵ H. Demsetz, K. Lehn: *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*. "The Journal of Political Economy", Vol. 93, No. 6, Dec., 1985

na czynniki kształtujące specyficzną dla spółki strukturę akcjonariatu (wskazali np. wielkość przedsiębiorstwa, niestabilność stopy zysków, przynależność do sektorów regulowanych, sektora mass-mediów lub sportowego). Autorzy wskazali, że struktura własnościowa przedsiębiorstwa zmienia się systematycznie w sposób spójny z maksymalizacją wartości. W innych badaniach – traktując własność wielowymiarowo i jako zmienna endogeniczna - Demsetz i Villalonga¹⁶ stwierdzili brak systematycznego związku między strukturą własnościową a wynikami przedsiębiorstwa. Autorzy przytaczają także szereg innych badań¹⁷ dotyczących struktury własnościowej i wartości przedsiębiorstwa, wskazujących na brak związku między tymi zmiennymi, istnienie niskiej korelacji lub na zróżnicowany wpływ jednego czynnika na drugi. W przekrojowych badaniach historycznych Miwa i Ramseyer¹⁸ zauważyli początkowe istnienie pozytywnej zależności, która wszelako zniknęła w dalszych latach.

Jedną z kluczowych kwestii *corporate governance* jest ochrona akcjonariuszy mniejszościowych. Istotne jest tu badanie, które przeprowadził La Porta z zespołem¹⁹: wskazał on dowody na wyższą wycenę przedsiębiorstw w tych krajach, w których obowiązywały normy chroniące drobnych właścicieli. Lepsza ochrona zewnętrznych inwestorów (akcjonariuszy i pożyczkodawców) promuje rozwój rynków finansowych. Jeśli inwestorzy mają zapewnioną lepszą ochronę przez prawo, są skłonni zapłacić więcej za aktywa finansowe (kapitałowe lub dłużne), mając większą pewność, że większa część zysków spółki powróci do nich jako dywidendy lub odsetki.

Badania przeprowadzone na polskim rynku nie wskazały na istnienie spójnych i statystycznie istotnych relacji pomiędzy strukturami nadzoru korporacyjnego a wyceną i innymi wskaźnikami ekonomicznymi dla badanych spółek publicznych²⁰.

¹⁶ H. Demsetz, B. Villalonga: *Ownership structure and corporate performance*. "Journal of Corporate Performance", 7(2001)

¹⁷ Morck et al., McConnell i Servaes, Hermalin i Weisbach, Loderer i Martin, Cho, Himmelberg et al., Holderness et al.,

¹⁸ Y. Miwa, J.M. Ramseyer: *Does Ownership Matter? Evidence from the Zaibatsu Dissolution Program*. Discussion Paper no. 314, 02/2001, www.law.harvard.edu

¹⁹ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny: *Investor protection and corporate valuation*. "The Journal of Finance", Volume 57 Issue 3, June 2002

²⁰ M. Aluchna, M. Dzierżanowski, M. Przybyłowski, A. Zamojska-Adamczak, G. Milewski: *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi wyceną spółek notowanych na GPW*. PFCG, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2005

Ad. 2) Kolejne zagadnienia związane są z radą. Yermack²¹ przedstawia dowody potwierdzające twierdzenie, że małe rady są bardziej efektywne. Na przykładzie 452 spółek amerykańskich wskazał istnienie odwrotnej zależności między wielkością rady a wartością podmiotu (mierzoną wskaźnikiem Q Tobina). Podobne wyniki uzyskali Eisenberg, Sundgren i Wells²² w badaniach małych i średnich spółek w Finlandii. Wyniki te potwierdzają Hermelin i Weisbach²³, odnotowując przy tym brak zależności między składem rady (rozumianym jako relacja dyrektorów wewnętrznych i zewnętrznych) a wynikami działalności przedsiębiorstwa. Black i Bhagat²⁴, prowadząc szersze badania nad tą ostatnią kwestią, wskazali na zróżnicowane wyniki: niektóre różnice między radami o różnych proporcjach niezależnych dyrektorów wpływają pozytywnie na wartość przedsiębiorstwa, inne zmniejszają ją. W innych badaniach²⁵ ci sami autorzy wskazali, że spółki o niskiej rentowności zwiększają udział niezależnych członków w radzie, jednak brak jest dowodów, że strategia ta działa. Podmioty o bardziej niezależnych radach nie osiągają lepszych wyników niż inne spółki. Z kolei Pearce i Zahra²⁶ wskazali, że zwiększona niepewność co do otoczenia spółki i złe wyniki finansowe w przeszłości, były związane z dużą liczebnością rady i powodowała wzrost dyrektorów zewnętrznych w kolejnych latach. Co istotne, dowiedli oni, że skład rady pozytywnie wpływa na wyniki finansowe.

Istotnym zagadnieniem jest funkcjonowanie w radzie komitetów – w szczególności audytu. Badania Aggarwal et al.²⁷ potwierdzają, że spółki, w których radach istnieje komitet audytu składający się z niezależnych członków, są lepiej wyceniane (w tych badaniach potwierdzono także pozytywną zależność między niezależnością rady a wartością przedsiębiorstwa).

Przeprowadzano także badania dotyczące różnorodności składu rady.

²¹ D.L. Yermack: *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*. "Journal of Financial Economics", Vol. 40, Issue 2, Feb. 1996

²² T. Eisenberg, S. Sundgren, M.T. Wells: *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*. "Journal of Financial Economics", vol. 48, Issue 1, Apr. 1998

²³ B.E. Hermelin, M.S. Weisbach: *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature*. NBER Working Paper 8161, March 2001

²⁴ B. S. Black, S. Bhagat: *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*. "The Business Lawyer", vol. 54, 1999, dostępne na <http://ssrn.com>

²⁵ S. Bhagat, B. S. Black: *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*. "Journal of Corporation Law", vol. 27, 2001, dostępne na <http://ssnr.com>

²⁶ J. A. Pearce, S. A. Zahra: *Board composition from a strategic contingency perspective*. "Journal of Management Studies", vol 29, Issue 4, 1992.

²⁷ R. Aggarwal, I. Erel, R.M. Stulz, R. Williamson: *Do U.S. Firms Have the Bet Corporate Governance? A Cross-Country Examination of the Relation Between Corporate Governance and Shareholder Wealth*. NBER Working Paper 12819, Jan. 2007

Carter, Simkins i Simpson²⁸ przeanalizowali zależność między różnorodnością rady (rozumianą jako odsetek kobiet oraz osób pochodzenia afroamerykańskiego, azjatyckiego lub hiszpańskiego, wśród członków rady) a wartością spółki w grupie przedsiębiorstw Fortune 1000. Wyniki dowiodły istnienie znacznego pozytywnego związku między udziałem kobiet lub mniejszości w radzie a wartością spółki; zaobserwowano także, że odsetek ten rośnie wraz z wielkością spółki i liczebnością rady.

Ad. 3) Wśród wielu aspektów dotyczących działalności rady dużą wagę przywiązuje się do nadzoru sprawowanego nad zarządem: doboru członków kierownictwa, kontroli i oceny efektów ich działalności oraz kształtowania motywacyjnych systemów wynagradzania. W szczególności ta ostatnia kwestia jest przedmiotem licznych badań. Należy tu przeanalizować trzy kluczowe aspekty: wysokości zarobków, podstawy ustalania wynagrodzenia (za co menadżer jest wynagradzany) oraz formy, w jakiej formie uposażenie jest wypłacane.

Sposób ustalania wynagrodzenia powinien motywować kierownictwo i umożliwiać kontrolę jego działania i prowadzić do zwiększenia efektywności funkcjonowania spółki²⁹. Wysokość dochodów kierownictwa jest zatem uzależniana od osiągniętych przez przedsiębiorstwo wyników finansowych. Coraz częściej jednak w systemach premiovych odzwierciedlane jest kompleksowe, Rynkowe podejście: odnośnikiem może tu być pozycja rynkowa (np. wzrost udziału w rynku) oraz wartość rynkowa przedsiębiorstwa (wzrost ceny giełdowej akcji) lub całkowity zwrot z inwestycji w akcje³⁰. Zgodnie bowiem z założeniami teorii agencji oczekuje się pozytywnego związku między wysokością wynagrodzenia a efektywnością przedsiębiorstwa i jego wartością³¹.

Motywuującą rolę spełnia nie tylko wysokość płaconych wynagrodzeń, ale także ich forma³². Na wynagrodzenie członków zarządów składają się: płace, premie roczne za rentowność spółki (wypłacane w gotówce bądź częściowo w gotówce, a częściowo w akcjach spółki), premie i nagrody okresowe, powiązane z bieżącymi wynikami finansowymi spółki (przyznawane w całości w akcjach lub w gotówce, bądź też częściowo w akcjach, a częściowo

²⁸ D.A.Carter, B.J. Simkins, W.G Simpson: *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*. "The Financial Review", vol. 38, No. 1, 2003.

²⁹ J. Jeżak [red.]: *Struktura i formy sprawowania władzy...*, op. cit., s. 74

³⁰ A. Rappaport: *New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance*. Harvard Business Review, March-Apr. 1999, s. 99

³¹ M. Aluchna: *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 151

³² M.C. Jensen, K.J. Murphy: *CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But Ho*. Harvard Business Review, May-June 1990, s. 139

w gotówce, a także w akcjach fikcyjnych - *phantom stock* lub tzw. jednostkach dywidend), premie i nagrody za długookresowe wyniki ekonomiczne spółki, dochody z tytułu udziału w zysku, dochody z tytułu nieodpłatnych akcji spółki, przyznawanych niezależnie od jej wyników ekonomicznych, opcje na akcje, dochody z tytułu wpłat spółek na zakup akcji, dochody z tytułu funduszy oszczędnościowo-inwestycyjnych, dochody z tytułu wpłat spółek na fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe, dochody z tytułu tzw. *fringe benefits*. Dodatkowo stosuje się niekiedy tzw. odroczone wynagrodzenia (*deferred compensation*): określone elementy dochodu wypłacane są dopiero po upływie określonego czasu od momentu ich przyznania; realizacja wypłat uzależniona jest często od spełnienia przez pracownika pewnych warunków³³.

Generalnie badania na dotyczące polityki wynagrodzeń wyższej kadry menadżerskiej wskazują zależność wynagrodzeń od wyników (wiele badań wskazuje na występowanie zależności asymptotycznych lub nieliniarnych w miejsce zakładanej relacji liniowej). Uwzględnienie jednak analizy poszczególnych składników wynagrodzenia (w szczególności akcji i opcji na akcje) i kwestii pomiaru efektywności i wartości spółki, prowadzi do niejednoznacznych wyników – trudno zatem o jednoznaczną ocenę efektywności stosowania wynagrodzenia jako mechanizmu ograniczającego problemy agencji³⁴. Szeroki opis prowadzonych w tym obszarze badań prezentuje Urbanek³⁵, także potwierdzając trudności w jednoznacznej ocenie możliwości rozwiązywania potencjalnego konfliktu agent- pryncypał za pomocą motywacyjnych systemów wynagradzania (podkreśla jednak, że włączenie elementów długookresowych, akcji i opcji na akcje, znacznie poprawia siłę związku między wynagrodzeniem kierownictwa a efektywnością przedsiębiorstwa). Dodaje przy tym, że lepsze wyjaśnienia dają m.in. menadżerskie teorie przedsiębiorstwa, teoria kapitału ludzkiego, teoria behawioralna, teoria porównań społecznych. Podobne wyniki autor osiągnął w badaniach wynagrodzeń menadżerów w polskich spółkach publicznych.

Ad. 4) Ostatnie z wymienionych zagadnień dotyczy polityki informacyjnej. Kodeksy władztwa korporacyjnego kładą nacisk na potrzebę udostępniania zainteresowanym stronom informacji na temat spółki – w tym w szczególności raportów finansowych. Z jednej strony, po fali ujawnionych oszustw księgowych, które doprowadziły do upadłości wielu przedsiębiorstw, w wielu krajach wzmocniono regulacje dotyczące władztwa korporacyjnego – zwłaszcza w obszarze odpowiedzialności kierownictwa za publikowane

³³ M.Marcinkowska, R. Milewski: *Wynagrodzenia czołowych kierowników korporacji „Przemysł Lekki”*, UŁ, Katedra Ekonomii, nr 1/62/97

³⁴ Ibidem, s. 165- 172.

³⁵ P.Urbaneck: *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menadżerów*. Wyd. UŁ, Łódź 2005

sprawozdania. Z drugiej strony, przedsiębiorstwa dostrzegły, że komunikacja z interesariuszami (np. poprzez stronę internetową oraz raport roczny) może kształtować przewagę konkurencyjną na rynku kapitałowym. Zarówno zatem inicjatywy regulatorów rynkowych, gremiów środowiskowych, jak i samych uczestników rynków, promują wyższą jakość publikowanych informacji i prowadzą do ewolucji raportów (kształtuje się model raportowania biznesowego, a nie wyłącznie księgowo-finansowego)³⁶.

Wraz z rozwojem zainteresowania redefinicją raportów rocznych, prowadzi się coraz więcej badań nad kwestią dobrowolnych ujawnień³⁷. Ich wyniki wskazują, że dodatkowe informacje częściej prezentują spółki duże, prowadzące działalność na rynkach międzynarodowych; wśród innych czynników kształtujących politykę informacyjną należy także wymienić strategię i kulturę korporacyjną. Wyniki badań zwykle potwierdzają, że większa przejrzystość spółki i wyższa jakość ujawnień zmniejsza jej koszt kapitału³⁸.

Promując poprawę jakości ujawnień wskazuje się, że korzyści powinny odnieść zarówno same przedsiębiorstwa, jak i ich właściciele. Wśród potencjalnych korzyści wymienia się: niższy średni koszt kapitału, zwiększoną wiarygodność i polepszenie relacji inwestorskich, dostęp do bardziej płynnych rynków o mniejszych zmianach cen między transakcjami, prawdopodobieństwo dokonywania lepszych decyzji inwestycyjnych, mniejsze niebezpieczeństwo procesów sądowych o podanie nieodpowiednich informacji i lepsza ochrona przed takimi procesami. Zauważa się również, że istnieje szereg korzyści, jakie potencjalnie odniesie cała gospodarka: bardziej efektywna alokacja kapitału,

³⁶ Szerzej: M. Marcinkowska: *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa. Współczesne trendy w sprawozdawczości biznesowej*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004

³⁷ Np.: F. Depoers: *A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies*. "The European Accounting Review", vol. 9, nr 2, 2000; S. Riffe, R. Thompson: *The Relation between stock prices and accounting information*. "Review of Accounting Studies", 2 (1998); P. Sengupta, *Corporate disclosure quality and the cost of debt*. "The Accounting Review", vol. 73, nr 4, 1998; L. Hail, *The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*. "The European Accounting Review", vol. 11, nr 4, 2002; R. Gray, M. Javad, D.W. Power, C.D. Sinclair: *Social and environmental disclosure and corporate characteristics: a research note and extension*. "Journal of Business Finance & Accounting", vol. 28, nr 3-4, 2001; M. Spigel, A. Subrahmanyam: *Asymmetric information and news disclosure rules*. "Journal of Financial Intermediation", vol. 9, nr 4, 2000; D. Diamond, R. Verrecchia: *Disclosure, liquidity and the cost of capital*. "Journal of Finance", Sept. 1991; B. Lev, S. Penman: *Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices*. "Journal of Accounting Research", Spring 1990; Ch. A. Botosan: *Disclosure level and the cost of equity capital*. "The Accounting Review", vol. 73, no. 3, 1997

³⁸ W szczególności należy wymienić badanie: S.A. Patel, G. Dallas: *Transparency and Disclosure: Overview of methodology and study results-United States*. Standard & Poors, 2002

efekt inwestycyjny niższego kosztu kapitału, bardziej płynne rynki kapitałowe³⁹. Z drugiej strony podkreśla się, że z kolei wąski zakres ujawnień niesie za sobą szereg negatywnych skutków. Podstawowe z nich to potencjalne koszty ogólnogospodarcze: ryzyko insider trading, wyższy koszt kapitału i trudności z pozyskaniem kapitału, niewłaściwa alokacja kapitału, zniekształcenie informacji o wynikach i zaniżenie oceny „pracowników wiedzy”, zwiększona zmienność cen akcji, zwiększone ryzyko inwestycyjne⁴⁰. W szerszym ujęciu możliwe jest wyciągnięcie wniosków odnośnie władztwa korporacyjnego: silniejsze władztwo korporacyjne zmniejsza ryzyko spółki, rynek reaguje pozytywnie na przedsiębiorstwa oferujące większą przejrzystość, silniejsze władztwo korporacyjne powoduje wyższą jakość dochodów⁴¹.

5. Czy polski rynek premiuje dobre władztwo korporacyjne?

Przeprowadzono wstępne badania dotyczące wpływu władztwa korporacyjnego na wycenę przedsiębiorstw w Polsce. Analizie poddano dwie kwestie: związku między ratingiem władztwa korporacyjnego a wzrostem wartości oraz związku między transparentnością i jakością ujawnień a wzrostem wartości.

Jako zmienną odzwierciedlającą generowanie wartości przyjęto roczny relatywny całkowity zwrot dla właściciela (TSR_{rel}), obliczony jako różnica między całkowitym zwrotem z akcji danej spółki a całkowitym zwrotem z indeksu WIG w tym samym okresie. Stopa zwrotu z inwestycji w akcje uwzględnia ewentualną wypłatę dywidendy i oznacza procentową zmianę kursu akcji pomiędzy ostatnią sesją poprzedniego roku i ostatnią sesją badanego roku, a dywidenda traktowana jest tak jakby była zainwestowana w akcje na pierwszej sesji po ustaleniu praw do dywidendy⁴².

W pierwszym rzędzie przeanalizowano związek między ratingiem władztwa korporacyjnego a tworzeniem wartości przedsiębiorstwa (Wykres 1).

W analizie wykorzystano ratingi CG przyznane przez Polskie Forum

³⁹ *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*, Steering Committee Report Business Reporting Research Project, FASB, 2001

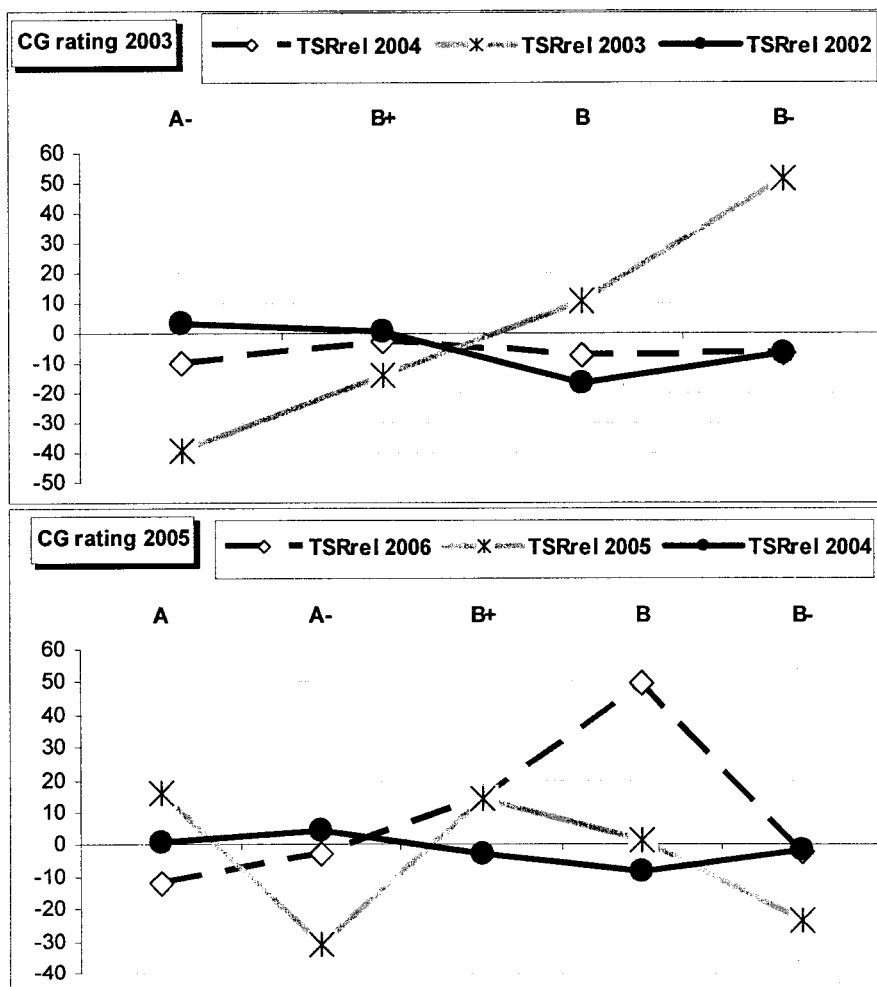
⁴⁰ Ch. Leadbetter: *New measures for the new economy*. A discussion paper for the Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Centre for Business Performance, London 2000; M. Gaved: *Closing the communication gap: disclosure and institutional shareholders*. ICAEW, London 1997

⁴¹ C.S.A. Cheng, D. Collins, H. Huang: *The Effect of the S&P T&D Rankings on Market Beta, Abnormal Returns and Earnings Response Coefficients in the Period Surrounding the Report Release Date*. A paper for 2003 AAA 2003 Annual Meeting, Honolulu (6.08.2003)

⁴² Stopa zwrotu z akcji zaczerpnięto z roczników giełdowych 2002-2007 (www.gpw.pl)

Corporate Governance: 2003 i 2005⁴³.

Wykres 1. Zależność między ratingiem nadzoru korporacyjnego a wzrostem wartości dla akcjonariuszy



Z uwagi na znaczące różnice poziomu wskaźnika TSR, do analiz przyjęto medianę wskaźników obliczonych dla spółek, którym przyznano taką samą ocenę ratingową (uwzględniono jedynie te spółki, które były notowane na GPW

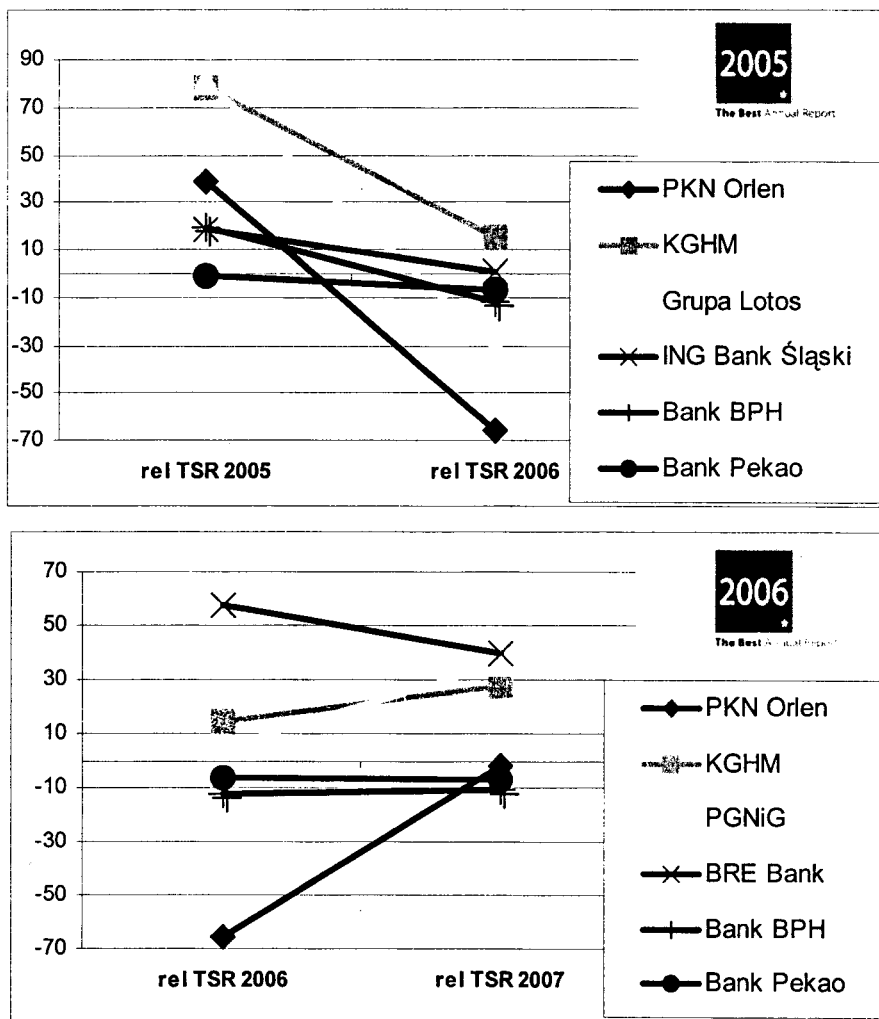
⁴³ M. Dzierżanowski, M. Przybyłowski, P. Tamowicz. *Ranking nadzoru korporacyjnego 2003*, PFCG, IBnGR, Gdańsk 2004; M. Dzierżanowski, G. Milewski, M. Przybyłowski, P. Tamowicz: *Ranking nadzoru korporacyjnego 2005*. PFCG, IBnGR, Gdańsk 2006, www.pfcg.org.pl

przez cały badany rok). Porównano wielkość wskaźników relatywnego TSR za rok poprzedzający przyznanie ratingu, rok, którego dotyczył rating (rok, dla którego przeprowadzano ocenę) oraz następny rok (rok, w którym opublikowano ranking). Należałoby się spodziewać, że spółki o wyższym ratingu CG są bardziej doceniane; wyniki tych analiz są jednak zaskakujące. W przypadku obydwu rankingów (2003 i 2005) obserwowana jest taka zależność dla roku poprzedzającego analizę (choć nie jest ona liniowa: spółki o ratingu B wypadły gorzej niż spółki o ratingu B-). W roku, którego dotyczą analizy obserwuje się brak prawidłowości w rankingi 2005 i niemal liniową odwrotną zależność w rankingi 2003. W roku publikacji raportów także nie obserwuje się jednoznacznych prawidłowości

Kolejną analizę przeprowadzono w odniesieniu do przejrzystości i jakości ujawnień spółki (Wykres 2). Badania przeprowadzono w odniesieniu do spółek, które brały udział w dwóch edycjach konkursu na najlepszy raport roczny sporządzany według MSSF/MSR (oceniających raporty za 2005 i 2006 r.)⁴⁴. W konkursie brała udział część spółek giełdowych i nie sporządzono ogólnego rankingu jakości raportów; w związku z tym analiza dotyczyła zmiany poziomu relatywnego zwrotu dla akcjonariuszy spółek-laureatów konkursu. Należałoby się spodziewać, że rynek doceni wysoką jakość raportów i nagrodzone spółki odnotują lepsze wyniki giełdowe. Tymczasem wszyscy laureaci pierwszego konkursu odnotowali pogorszenie wskaźnika TSR_{rel} i w kolejnym roku nastąpił znaczący spadek jego wartości (w niemal wszystkich przypadkach do poziomu poniżej 0). W przypadku laureatów kolejnej edycji konkursu wyniki były zróżnicowane: 4 spółki odnotowały wzrost wskaźnika, a 2 banki – jego spadek. Nagrodzeni w obydwu edycjach konkursu osiągnęli bardzo zróżnicowane poziomy badanego wskaźnika (zarówno dodatnie, jak i ujemne). Zbadano także wskaźniki cena/wartość księgową dla tych spółek – tu także wyniki były niejednoznaczne.

⁴⁴ www.irip.pl/raport_roczny.html

Wykres 2. Zależność między jakością ujawnień a wzrostem wartości dla akcjonariuszy



Podsumowując, na podstawie owych fragmentarycznych badań nie można wskazać jednoznacznych związków między jakością *corporate governance* a giełdową oceną spółek, postulowaną w teorii. Należy jednak zaznaczyć, że w obydwu przypadkach wyniki badań dotyczących okresów późniejszych mogą wskazywać na zaczęcie zarysowywania się tendencji oczekiwanych w teorii.

Wyniki powyższe są zbieżne z efektami badań przeprowadzanych na polskim rynku⁴⁵: związek między mechanizmami władztwa korporacyjnego a wzrostem wartości przedsiębiorstw w Polsce jest zróżnicowany (w niektórych latach obserwuje się niewielką pozytywną korelację). Wyjaśnieniem może być względnie wczesny etap rozwoju polskiego władztwa korporacyjnego; do pewnego stopnia na takie wyniki może mieć wpływ wysoki udział inwestorów instytucjonalnych (którzy niekoniecznie są zainteresowani mechanizmami CG, mogąc egzekwować swoje prawa samodzielnie). Nie bez znaczenia jest także wysoce złożona natura zarówno samej wartości przedsiębiorstwa (i metod jej pomiaru), jak i struktur i procesów nadzoru korporacyjnego (ich niejednolitego wpływu na wartość). Należy przy tym podkreślić, że badania te nie stoją w zasadniczej sprzeczności ze światowymi badaniami, które – jak wskazano – także nie dają jednoznacznych odpowiedzi na rozważane kwestie.

Literatura:

- Aggarwal R., Erel I., Stulz R.M., Williamson R.: *Do U.S. Firms Have the Bet Corporate Governance? A Cross-Country Examination of the Relation Between Corporate Governance and Shareholder Wealth*. NBER Working Paper 12819, Jan. 2007
- Aluchna M., Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Zamojska-Adamczak A., Milewski G.: *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi wyceną spółek notowanych na GPW*. PFCG, IBnGR, Gdańsk 2005
- Aluchna M.: *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007
- Ansoff H. I.: *Corporate Strategy*. McGraw Hill, New York, 1965
- Bauer R., Gunster N., Otten R.: *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance*. "Journal of Asset Management", 2004, Vol 5 No. 2
- Beiner S., Drobetz W., Schmid M.S., H. Zimmermann: *An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation*. Jan. 2005, <http://ssrn.com>
- Bhagat S., Black B. S.: *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*. "Journal of Corporation Law", vol. 27, 2001, dostępne na <http://ssnr.com>

⁴⁵ M.in. cytowanymi tu analizami przeprowadzonymi przez Aluchną oraz Urbankę, a także Gruszczyńskiego (M. Gruszczyński: *Corporate Governance and financial performance of companies in Poland*. a paper for 59th International Atlantic Economic Conference, March 2005.

- Black B. S., Bhagat S.: *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*. "The Business Lawyer", vol. 54, 1999, dostępne na <http://ssrn.com>
- Botosan Ch. A.: *Disclosure level and the cost of equity capital*. "The Accounting Review", vol. 73, no. 3, 1997
- Carter D.A., Simkins B.J., W.G Simpson: *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*. "The Financial Review", vol. 38, No. 1, 2003
- Cheng C.S.A., Collins D., Huang H.: *The Effect of the S&P T&D Rankings on Market Beta, Abnormal Returns and Earnings Response Coefficients in the Period Surrounding the Report Release Date*. A paper for 2003 AAA 2003 Annual Meeting, Honolulu (6.08.2003)
- Core J., Guay W., Rusticus T.: *Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations*. "Journal of Finance", Vol. 61, No. 2, April 2006
- Demsetz H., Lehn K.: *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*. "The Journal of Political Economy", Vol. 93, No. 6, Dec., 1985
- Demsetz H., Villalonga B.: *Ownership structure and corporate performance*. "Journal of Corporate Performance", 7(2001)
- Depoers F.: *A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies*. "The European Accounting Review", vol. 9, nr 2, 2000
- Diamond D., Verrecchia R.: *Disclosure, liquidity and the cost of capital*. "Journal of Finance", Sept. 1991
- Dzierżanowski M., Milewski G., Przybyłowski M., Tamowicz P.: *Ranking nadzoru korporacyjnego 2005*. PFCG, IBnGR, Gdańsk 2006, www.pfcg.org.pl
- Dzierżanowski M., Przybyłowski M., Tamowicz P.: *Ranking nadzoru korporacyjnego 2003*. PFCG, IBnGR, Gdańsk 2004, www.pfcg.org.pl
- Eisenberg T., Sundgren S., Wells M.T.: *Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms*. "Journal of Financial Economics", vol. 48, Issue 1, Apr. 1998
- Fama E. U., Jensen M. C.: *Separation of Ownership and Control*. "Journal of Law and Economics", vol. XXVI, June 1983
- Gaved M.: *Closing the communication gap: disclosure and institutional shareholders*. ICAEW, London 1997
- Gompers P.A., Ishii J.L., Metrick A.: *Corporate Governance and Equity Price*. "Quarterly Journal of Economics", Vol. 118, No. 1, Feb. 2003
- Gray R., Javad M., Power D.W., Sinclair C.D.: *Social and environmental disclosure and corporate characteristics: a research note and extension*. "Journal of Business Finance & Accounting", vol. 28, nr 3-4, 2001
- Gruszczyński M.: *Corporate Governance and financial performance of companies in Poland*. a paper for 59th International Atlantic Economic Conference, March 2005

- Hail L.: *The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*. "The European Accounting Review", vol. 11, nr 4, 2002
- Hermalin B.E.: Weisbach M.S., *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature*. NBER Working Paper 8161, March 2001
- Hilb M.: *New Corporate Governance. Successful Board Management Tools*. Springer, Heidelberg 2005
- Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*. Steering Committee Report Business Reporting Research Project, FASB, 2001
- Jansen M.C.: *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*. "Journal of Applied Corporate Finance", Fall 2001, vol. 14.3
- Jensen M.C., Meckling W.H.: *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. "Journal of Financial Economics", 1976, vol. 3, Issue 4
- Jensen M.C., Murphy K.J.: *CEO Incentives – It's Not How Much You Pay, But How*. Harvard Business Review, May-June 1990
- Jeżak J. [red.] *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2005
- Kirsten D.W.: *Das bankspezifische Shareholder-Value-Konzept*. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 2000
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.: *Investor protection and corporate valuation*. "The Journal of Finance", Volume 57 Issue 3, June 2002
- Larcker D.F., Richardson S.A., Tuna I.: *How Important is Corporate Governance?*, May 2005, <http://ssrn.com>
- Leadbetter Ch.: *New measures for the new economy*. A discussion paper for the Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Centre for Business Performance, London 2000
- Lev B., Penman S.: *Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices*. "Journal of Accounting Research", Spring 1990
- Marcinkowska M., Milewski R.: *Wynagrodzenia czołowych kierowników korporacji*. „Przemysł Lekki”, UŁ, Katedra Ekonomii, nr 1/62/97
- Marcinkowska M.: *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa. Współczesne trendy w sprawozdawczości biznesowej*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004
- Marcinkowska M.: *Zarządzanie relacjami przedsiębiorstwa z interesariuszami*. [w:] J. Jeżak [red.], *Rozwój teorii i praktyki zarządzania strategicznego – doświadczenia krajowe i międzynarodowe*. tom 1, PAM Center, Łódź 2003
- Miwa Y., Ramseyer J.M.: *Does Ownership Matter? Evidence from the Zaibatsu Dissolution Program*. Discussion Paper no. 314, 02/2001, www.law.harvard.edu

- Patel S.A., Dallas G.: *Transparency and Disclosure: Overview of methodology and study results-United States*. Standard & Poors, 2002
- Pearce J. A., Zahra S. A.: *Board composition from a strategic contingency perspective*. "Journal of Management Studies", vol 29, Issue 4, 1992
- Poświata J., Jadachowski Ł.: *Ład korporacyjny a wycena spółek giełdowych na światowych rynkach kapitałowych*. „Rzeczpospolita”, 6.02.2006.
- Rappaport A.: *New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance*. Harvard Business Review, March-Apr. 1999
- Riffe S., Thompson R.: *The Relation between stock prices and accounting information*. "Review of Accounting Studies", 2 (1998)
- Sengupta P.: *Corporate disclosure quality and the cost of debt*. "The Accounting Review", vol. 73, nr 4, 1998
- Spigel M., Subrahmanyam A.: *Asymmetric information and news disclosure rules*. "Journal of Financial Intermediation", vol. 9, nr 4, 2000
- Urbanek P.: *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menadżerów*. Wyd. UŁ, Łódź 2005
- www.gpw.pl
- www.irip.pl/raport_roczny.html
- www.mckinsey.com
- Yermack D.L.: *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*. "Journal of Financial Economics", Vol. 40, Issue 2, Feb. 1996

Wpływ władztwa korporacyjnego na tworzenie wartości przedsiębiorstwa

(Streszczenie)

W opracowaniu wskazano dwa podejścia do wartości przedsiębiorstwa: uwzględniające wyłącznie właścicieli oraz wszystkich głównych interesariuszy, i prezentowano związane z tymi koncepcjami modele *corporate governance*. Następnie przedstawiono przegląd wyników badań nad wpływem władztwa korporacyjnego oraz jego głównych mechanizmów na wartość przedsiębiorstwa. Choć generalnie uznaje się ów wpływ za pozytywny, to zarówno światowe badania, jak i analizy dotyczące Polski nie dają jednoznacznych odpowiedzi.

The Effect of Corporate Governance On Company Value Creation

(Summary)

The paper describes two approaches to the company value: shareholder and stakeholder models, and presents the related corporate governance models. Then the overview of research concerning the effect of corporate governance and its selected mechanisms on company value creation is presented. Although generally this effect is regarded to be positive, both global and Polish studies give ambiguous results.

