

Finanse

# Inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi w Polsce

Łukasz Błoch

Agnieszka Czajkowska

Marlena Grzelczak

Radosław Pastusiak



# **Inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi w Polsce**



WYDAWNICTWO  
UNIWERSYTETU  
ŁÓDZKIEGO

Finanse

# **Inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym nad spółkami publicznymi w Polsce**

Łukasz Błoch

Agnieszka Czajkowska

Marlena Grzelczak

Radostaw Pastusiak



**WYDAWNICTWO  
UNIwersytetu  
ŁÓDZKIEGO**

Łódź-Kraków 2020

Łukasz Błoch, Agnieszka Czajkowska, Marlena Grzelczak, Radosław Pastusiak  
– Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny  
Instytut Finansów, Katedra Finansów Korporacji  
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39

RECENZENT  
*Artur Paździor*

REDAKTOR INICJUJĄCY  
*Beata Koźniewska*

OPRACOWANIE REDAKCYJNE  
*Marcin Mach*

SKŁAD I ŁAMANIE  
*AGENT PR*

PROJEKT OKŁADKI  
*AGENT PR*  
*Anna Basista*

Zdjęcie wykorzystane na okładce: <https://pl.depositphotos.com/stock-photos/depositphotos-12766847-stock-photo-business-documents-jpg.html?filter=all>

<http://dx.doi.org/10.18778/8220-235-9>

© Copyright by Authors, Łódź–Kraków 2020  
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź–Kraków 2020  
© Copyright for this edition by AGENT PR, Łódź–Kraków 2020

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
Wydanie I. W.09933.20.0.K

Ark. wyd. 12,5; ark. druk. 12,125

ISBN 978-83-8220-235-9  
e-ISBN 978-83-8220-236-6  
ISBN AGENT PR 978-83-64462-49-8

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

# Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1	
<b>Teoretyczne aspekty nadzoru korporacyjnego</b>	<b>13</b>
1.1. Pojęcie i istota nadzoru korporacyjnego	13
1.2. Systemy nadzoru korporacyjnego	18
1.2.1. System anglosaski	19
1.2.2. System kontynentalny	21
1.2.3. System łaciński	24
1.2.4. System japoński	25
1.3. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego	27
1.4. Model nadzoru korporacyjnego zamknięty a model otwarty	29
1.5. Nadzór inwestorów instytucjonalnych nad spółkami portfelowymi z punktu widzenia teorii agencji	32
Podsumowanie	39
Rozdział 2	
<b>Inwestorzy instytucjonalni jako uczestnicy rynku kapitałowego</b>	<b>41</b>
2.1. Zdefiniowanie pojęcia inwestora instytucjonalnego	41
2.2. Typologie inwestorów instytucjonalnych	45
2.3. Klasyfikacje inwestorów instytucjonalnych	52
2.4. Rodzaje inwestorów instytucjonalnych	59
2.4.1. Fundusze inwestycyjne	60
2.4.2. Fundusze emerytalne	64
2.4.3. Towarzystwa ubezpieczeniowe	65
2.4.4. Firmy zarządzające aktywami	65
2.4.5. Banki	66
2.4.6. Fundacje	67
2.4.7. Podmioty państwowe	68
2.5. Bariery władztwa korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych	69
2.5.1. Dualizm relacji biznesowych	70
2.5.2. Efektywność systemów monitorowania przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów	73
Podsumowanie	74

Rozdział 3

<b>Normatywna perspektywa funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych w kontekście nadzoru korporacyjnego</b>	<b>77</b>
3.1. Narodowe ramy prawne	78
3.1.1. System <i>common law</i>	78
3.1.2. System kontynentalny	79
3.1.3. Różnice w oddziaływaniu inwestora instytucjonalnego na spółkę portfelową – porównanie systemów <i>common law</i> i kontynentalnego	81
3.2. Inwestorzy instytucjonalni a kodeksy dobrych praktyk	84
3.2.1. Zasady nadzoru korporacyjnego OECD	85
3.2.2. Kodeks <i>International Corporate Governance Network</i>	91
3.2.3. <i>Code on the Responsibilities of Institutional Investors</i>	92
3.2.4. <i>UK Stewardship Code</i>	96
3.2.5. Ewolucja kwestii inwestorów instytucjonalnych w regulacjach środowiskowych	98
3.3. Nadzór korporacyjny inwestorów instytucjonalnych nad spółkami publicznymi – regulacje unijne	101
3.4. Polskie ramy prawne ładu korporacyjnego	104
3.4.1. Prawo spółek	104
3.4.2. Prawo o ofercie publicznej i obrocie instrumentami finansowymi	108
3.4.3. Inne akty prawne w Polsce	114
3.4.4. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW	116
3.4.5. Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych	118
Podsumowanie	121

Rozdział 4

<b>Inwestorzy instytucjonalni w procesie nadzoru korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym – analiza empiryczna</b>	<b>123</b>
4.1. Metodyka badań i opis próby badawczej	124
4.2. Typ inwestora instytucjonalnego a jego powiązania z liczbą i udziałami w spółkach	131
4.3. Typ pierwszego inwestora dominującego a różnice w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych	134
4.4. Wpływ sektora, w którym działa spółka a wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych	148
4.5. Wpływ wyników ekonomicznych spółek na zmianę wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych	152
4.6. Wpływ wyników ekonomicznych spółek na zmianę liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach	158
4.7. Zależności pomiędzy liczbą podmiotów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek	160
Zakończenie	167
Streszczenie	175
Bibliografia	177
Spis tabel	191
Spis rysunków	193

# Wstęp

*Corporate governance* stanowi istotny nurt ekonomii instytucjonalnej, która ma na celu podniesienie efektywności przedsiębiorstw i pozyskanie zaufania inwestorów. Szczególne zainteresowanie ładem korporacyjnym nabiera znaczenia w momencie gwałtownego spadku zaufania do przedsiębiorstw, związanego z ujawnieniem nadużyć na dużą skalę oraz w przypadku wystąpienia zdarzeń o charakterze systemowym spowodowanych np. kryzysem zapoczątkowanym w 2008 r. w wyniku upadku Banku Lehman Brothers.

Obecnie obserwuje się zmiany w strukturze akcjonariatu współczesnych korporacji. W wyniku tych zmian w większości krajów maleje znaczenie inwestorów indywidualnych, a ich miejsce zajmują inwestorzy instytucjonalni. Ze względu na różnorodne uwarunkowania wynikające m.in. ze ścieżek rozwoju specyficznych dla poszczególnych rynków, różne typy inwestorów instytucjonalnych odgrywają na nich dominującą rolę. W przeważającej części krajów na pierwszy plan wysuwają się instytucje finansowe jak np. fundusze zbiorowego inwestowania – fundusze inwestycyjne, emerytalne, ubezpieczeniowe.

Niniejsza monografia ma na celu wskazanie miejsca inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym nad polskimi spółkami publicznymi, w których instytucje te mają swoje udziały. Monografia prezentuje zestaw narzędzi dostępnych dla inwestora instytucjonalnego, które mogą zostać przez niego wykorzystane w sprawowaniu lepszego nadzoru nad udziałami w spółkach portfelowych. Niezmiernie istotna jest odpowiedź na pytania badawcze: czy inwestorzy korzystają z dostępnych im narzędzi i decydują się na podejmowanie prób ewentualnej restrukturyzacji spółki portfelowej, czy zamiast tego chętniej wybierają w takiej sytuacji wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji danej spółki, pozostawiając kwestie nadzoru i podejmowania ewentualnych działań naprawczych pozostałym udziałowcom.

Ramy chronologiczne niniejszego opracowania dostosowano do zbudowanej bazy danych (lata 2007–2011). W monografii przedstawiono najistotniejsze z punktu widzenia autorów wyniki badań i zmiany w prawodawstwie odnośnie do pełnienia funkcji nadzorczej przez inwestorów instytucjonalnych nad swoimi spółkami portfelowymi poczynawszy od końca XX w. aż do roku 2017.

Temat badań został podjęty ze względu na jego istotność dla procesów nadzoru korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych. Problematyka



ta wzbudza duże zainteresowanie, ale również wiele kontrowersji wśród praktyków i teoretyków *corporate governance*. Trudno oczekiwać, aby problem poruszony w monografii nie został zauważony przez badaczy rynku finansowego, jak i ładu korporacyjnego. Do tej pory powstało wiele publikacji ujmujących w sposób bardziej całościowy lub fragmentaryczny zagadnienie roli inwestorów instytucjonalnych jako akcjonariuszy spółek publicznych. Autorzy tych publikacji analizowali problem poruszany w monografii zarówno w ujęciu normatywnym, jak i opisowym. Wciąż brakuje jednak opracowań dotyczących dostępnych narzędzi i możliwości wykonywania nadzoru korporacyjnego przez inwestorów instytucjonalnych nad polskimi spółkami publicznymi, w ramach krajowego rynku finansowego. Przeprowadzone badania zaprezentowane w niniejszej monografii z pewnością wypełniają lukę w opracowaniach nad kondycją polskiego ładu korporacyjnego i miejscem instytucji w jego strukturach.

**Celem głównym** monografii jest próba oceny udziału inwestorów instytucjonalnych w procesach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego nad polskimi spółkami publicznymi ze wskazaniem na rozbieżność pomiędzy udziałem instytucji w tworzeniu ram ładu korporacyjnego a rzeczywistym stosowaniem jego wytycznych w praktyce nadzoru nad polskimi spółkami publicznymi.

W monografii postawiono hipotezę główną i cztery hipotezy cząstkowe.

W zgodzie z przewodnią ideą zawartą w celu monografii została sformułowana **hipoteza główna**: inwestorzy instytucjonalni nie wykorzystują optymalnie swojej pozycji w akcjonariacie spółek, tworzą zasady ładu korporacyjnego (m.in. kodeksy dobrych praktyk), ale w praktyce ich nie stosują, poprzez podejmowanie rzeczywistego nadzoru nad swoimi spółkami portfelowymi. Weryfikacji hipotezy głównej służyły następujące **hipotezy szczegółowe (cząstkowe)**:

**Hipoteza 1**: Inwestorzy instytucjonalni posiadają odpowiednie narzędzia do sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółkami, także liczba instytucji na GPW stale wzrasta, jednakże podejmowanie nadzoru może okazać się nieopłacalne lub utrudnione w sytuacji występowania barier władztwa korporacyjnego, sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych. W przypadku instytucji zachodzą problemy z efektywnością systemów monitorowania spółek przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów.

**Hipoteza 2**: Inwestorzy instytucjonalni inwestują w spółki, w których jest obecny inwestor dominujący, przerzucając na niego kwestie sprawowania nadzoru korporacyjnego nad spółką. Inwestor dominujący jest postrzegany przez inwestorów instytucjonalnych jako gwarant przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego w spółce, więc instytucje częściej inwestują w akcje przedsiębiorstw, w których jest on obecny zakładając, że będzie on we własnym interesie, ale z korzyścią dla pozostałych udziałowców, nadzorował kierownictwo spółki, wobec czego zakup akcji spółki z inwestorem dominującym jest postrzegany przez inwestora instytucjonalnego jako bezpieczniejszy.

*Hipoteza 3:* Inwestorzy instytucjonalni w doborze spółek do portfela nie działają z intencją maksymalizacji zysków, ale zwiększenia bezpieczeństwa wkładów powierzonych im przez ich klientów za pomocą dywersyfikacji inwestycji, stąd przy doborze spółek nie sugerują się wysokością czynników ekonomicznych i finansowych spółki czy sektorem, w którym prowadzi ona działalność. Instytucje nie oczekują wysokich zysków obarczonych dużym ryzykiem, ale z reguły poszukują spółek o stabilnej pozycji na rynku i nieosiągających ponadprzeciętnych wyników. Inwestorzy instytucjonalni przedkładają bezpieczeństwo zainwestowanych wkładów ponad możliwość osiągnięcia wyższego zwrotu z inwestycji, obciążonej większym zagrożeniem poniesienia straty. Wyniki finansowe i ekonomiczne spółki nie mają wpływu zarówno na wysokość udziałów inwestorów instytucjonalnych w jej akcjonariacie, jak i liczbę instytucji w spółce.

*Hipoteza 4:* Inwestorzy instytucjonalni nie dodają wartości do swoich spółek portfelowych. Liczba podmiotów instytucjonalnych w spółce nie wpływa na jej zmienne ekonomiczne i finansowe.

Na potrzeby niniejszej pracy zostały przeprowadzone badania z wykorzystaniem ilościowych metod statystyczno-ekonometrycznych na próbie 344 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem badań było ustalenie preferencji inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych w polskich spółkach publicznych, na podstawie których podjęto próbę określenia miejsca instytucji w systemie nadzoru korporacyjnego.

Przeprowadzone w badaniu wnioskowanie oparto na wynikach uzyskanych na podstawie dwóch grup metod analiz danych statystycznych. Pierwszym rodzajem są miary służące opisowi różnic pomiędzy grupami inwestorów instytucjonalnych pod względem wielkości ekonomicznych i finansowych, charakteryzujących sytuację ekonomiczną spółek, w postaci statystyk tendencji centralnej – średniej oraz mediany. Porównanie wartości średniej arytmetycznej oraz mediany umożliwiło weryfikację stopnia asymetrii rozkładu wartości poszczególnych cech. W celu weryfikacji wpływu zmiennych jakościowych na poziomych zmiennych ilościowych, przeprowadzono jednoczynnikową analizę wariancji (ANOVA). Oceny istotności statystyki dokonano na podstawie empirycznego poziomu istotności, wygenerowanego w programie SPSS. W monografii wykorzystano dwa źródła danych wtórnych, które służyły głównie do analizy empirycznej. Część danych pochodziła z raportów rocznych spółek publicznych, a część z komercyjnej bazy, do której dostęp uzyskano ze środków z grantu NCN.

Monografia składa się z trzech części: teoretycznej (rozdziały pierwszy i drugi), normatywnej – dotyczącej norm i aktywów prawnych (rozdział trzeci) i empirycznej (rozdział czwarty). W opracowaniu części teoretycznej monografii bardzo pomocne okazały się prace polskich autorów takich jak: A. Słomki-Gołębiowskiej, R. Borowieckiego, C. Mesjasza oraz S. Rudolfa, a także opracowania badaczy brytyjskich oraz amerykańskich, a w szczególności: K.A.D. Camara, L. Jin, D. Allen, R. Martin, P.D. Casson i T.M. Nisar. Część teoretyczną stanowi krytyczna

rekapitulacja zagranicznej i krajowej literatury przedmiotu na temat miejsca inwestorów instytucjonalnych w systemie nadzoru korporacyjnego. Jej zasadniczym celem było wprowadzenie do tematyki monografii oraz uporządkowanie podstawowych pojęć jako grunt do rozważań podjętych w dalszej części pracy. Oprócz prezentacji koncepcji teoretycznych przedstawiono również doświadczenia zagraniczne, krajowe i rezultaty badań prowadzonych na ten temat. Ze względu na znaczenie otoczenia regulacyjnego w procesie nadzoru korporacyjnego oraz w procesach budowania strategii inwestowania i portfeli aktywów finansowych ważną metodą badawczą była analiza normatywnych materiałów źródłowych: ustaw, rozporządzeń oraz regulacji środowiskowych (kodeksów dobrych praktyk oraz kodeksów kierowanych do inwestorów instytucjonalnych). Empiryczna warstwa monografii została zrealizowana za pomocą narzędzi statystycznych.

W rozdziale pierwszym zatytułowanym „Teoretyczne aspekty nadzoru korporacyjnego” zawarto podstawowe aspekty teoretyczne *corporate governance*. Opisano w nim cztery systemy nadzoru korporacyjnego: anglosaski, kontynentalny, łańciński oraz japoński, wskazano mechanizmy nadzoru korporacyjnego oraz podjęto próbę porównania teoretycznych modeli nadzoru korporacyjnego: otwartego oraz zamkniętego. Ponadto przedstawiono w nim kwestie nadzoru inwestorów instytucjonalnych nad spółkami portfelowymi z punktu widzenia teorii agencji.

W rozdziale drugim pod tytułem „Inwestorzy instytucjonalni jako uczestnicy rynku kapitałowego” ujednolicono definicję inwestora instytucjonalnego, stworzoną dzięki analizie dostępnych opracowań naukowych. Wyszczególniono w nim zbiór cech charakterystycznych dla instytucji oraz omówiono poszczególne ich typologie i rodzaje. Scharakteryzowano poszczególne rodzaje inwestorów w podziale na fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, firmy zarządzające aktywami, banki, fundacje i podmioty państwowe. Ostatni podrozdział rozdziału drugiego dotyczy barier władztwa korporacyjnego sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych z uwzględnieniem dualizmu relacji biznesowych oraz efektywności systemów monitorowania przy zdywersyfikowanych portfelach aktywów.

Rozdział trzeci pt. „Normatywna perspektywa funkcjonowania inwestorów instytucjonalnych w kontekście nadzoru korporacyjnego” stanowi część normatywną monografii poświęconą analizie ewolucji regulacji środowiskowych, zarówno tych skierowanych do szerszego grona inwestorów, jak i kodeksów dobrych praktyk stworzonych wyłącznie z myślą o instytucjach. W rozdziale tym porównano możliwości, jakie daje instytucjom funkcjonowanie w ramach jednego z dwóch narodowych systemów prawnych, stosowanych powszechnie na świecie – systemu *common law* oraz kontynentalnego. Ponadto zidentyfikowano prawa i obowiązki inwestorów instytucjonalnych, jakie posiadają oni w trakcie pełnienia przez nich funkcji nadzorczych nad spółkami, wynikające z polskiego ustawodawstwa oraz unijnego prawodawstwa.

Rozdział czwarty zatytułowany „Inwestorzy instytucjonalni w procesie nadzoru korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym – analiza empiryczna” stanowi część badawczą pracy, w której na wstępie scharakteryzowano metodykę badań, dokonano opisu próby, a następnie przeprowadzono analizę inwestora instytucjonalnego w powiązaniu z jego liczbą i udziałami w spółkach, a w dalszej kolejności zbadano takie zagadnienia jak typ pierwszego inwestora dominującego a różnice w średnich udziałach inwestorów instytucjonalnych, wpływ sektora, w którym działa spółka a wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych, wpływ wyników ekonomicznych spółek na zmianę wielkości udziałów inwestorów instytucjonalnych oraz liczby inwestorów instytucjonalnych w spółkach, skończywszy na zależnościach pomiędzy liczbą podmiotów instytucjonalnych a wartością zmiennych ekonomicznych i finansowych spółek.

## Rozdział 1

# Teoretyczne aspekty nadzoru korporacyjnego

W niniejszym rozdziale zostały przedstawione teoretyczne aspekty nadzoru korporacyjnego, a także opisano pojęcie oraz istotę nadzoru korporacyjnego. Scharakteryzowano główne systemy nadzoru korporacyjnego: anglosaski, kontynentalny, łaciński oraz japoński. Wyszczególniono najważniejsze różnice i podobieństwa pomiędzy nimi. Wymieniono wybrane mechanizmy nadzoru korporacyjnego, zarówno wewnętrzne, jak i zewnętrzne. Przedstawiono modele nadzoru korporacyjnego – wewnętrzny oraz zewnętrzny. Na końcu zaprezentowano zarys teorii agencji i jej oddziaływanie na proces nadzoru korporacyjnego sprawowany nad spółkami portfelowymi przez inwestorów instytucjonalnych.

### 1.1. Pojęcie i istota nadzoru korporacyjnego

Pozyskiwanie większej wartości kapitału przez przedsiębiorstwa w wyniku emisji akcji, pozwala z jednej strony na osiągnięcie korzyści skali, ponieważ dzięki dodatkowym środkom pojawia się możliwość zwiększenia nakładów na inwestycje, co prowadzi do zwiększenia produkcji i spadku jej kosztów w przeliczeniu na jeden egzemplarz wytworzonego dobra. Z drugiej zaś strony, pozyskiwanie dodatkowego kapitału doprowadza w spółkach akcyjnych do rozproszenia własności, co w konsekwencji wymusza rozdzielenie własności i kontroli, szczególnie w przypadku przedsiębiorstw z wysoce rozproszonym akcjonariatem.

Problematyka nadzoru korporacyjnego pojawia się w sytuacji rozdziału własności od zarządzania oraz wzrostu znaczenia zewnętrznego finansowania, głównie za pośrednictwem giełdy, w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa. Wielu autorów poszukuje najstarszych rozważań na temat konsekwencji rozdziału własności od zarządzania w tak odległych historycznie źródłach jak Biblia oraz dzieła literatury

starożytnej<sup>1</sup>, to jednak pierwszym zbiorem rozważań tego typu w nowoczesnej myśli ekonomicznej, gdzie zwrócono uwagę na kwestię funkcjonowania spółek była książka „Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów” autorstwa Adama Smitha<sup>2</sup>.

Autor ten zwrócił uwagę na kwestie rozdzielenia kontroli nad spółką od jej własności, zauważając, że dyrektorzy kompanii [akcyjnych] zarządzając raczej cudzymi pieniędzmi, niż własnymi, z reguły dbają o nie z mniejszą starannością od udziałowców w spółce prywatnej inwestujących w niej swoje własne fundusze. Adam Smith krytykował spółki akcyjne i ich menedżerów, uważając, że powierzenie im pieniędzy w formie wkładów w zarządzaną przez nich spółkę jest mniej efektywnym sposobem obracania takim kapitałem, niż w inicjatywę osobiście nadzorowaną przez inwestującego<sup>3</sup>.

Na konsekwencje rozdzielenia własności i kontroli w nowoczesnej ekonomii jako pierwsi zwrócili uwagę A. Berle i G. Means w pracy „The Modern Corporation and Private Property”<sup>4</sup>, która została wydana w roku 1932. Zauważyli bowiem, że właściciele utracili kontrolę nad przedsiębiorstwami na rzecz menedżerów. Do sytuacji takiej dochodziło zazwyczaj na skutek wzrostu rozmiarów przedsiębiorstwa, co skutkowało znacznym wzrostem danych płynących z jego strony, których znajomość okazała się niezbędna w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. W takiej sytuacji właściciel lub właściciele nie byli w stanie na bieżąco obserwować procesy zachodzące w przedsiębiorstwie i nimi kierować, wobec czego musieli powierzyć zarządzanie spółką wyspecjalizowanym menedżerom, oddając im realną władzę nad nią. Początkowo nadzór korporacyjny był utożsamiany z nadzorem właścicielskim, lecz wraz ze wzrostem znaczenia interesariuszy, czyli innych podmiotów związanych ze spółką, znaczenie tego pojęcia uległo znaczącemu rozszerzeniu<sup>5</sup>.

Nadzór korporacyjny można określić jako zestaw mechanizmów, za pomocą których inwestorzy zewnętrzni (akcjonariusze mniejszościowi) chronią się przed wywłaszczeniem ze strony insiderów (menedżerowie i akcjonariusze dominujący)<sup>6</sup>. Insiderzy dążą do wykorzystywania profitów osiągniętych w spółce dla własnych korzyści, nie zaś w celu powrotu wypracowanych zysków do pozostałych akcjonariuszy oraz wierzycieli. M. Jensen i W. Meckling<sup>7</sup> zauważyli, że zwrot z inwestycji w akcje spółki nie może być postrzegany przez inwestorów jako rzecz oczywista.

1 C. Mesjasz, *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, [w:] D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 18.

2 A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. 2, PWN, Warszawa 1954.

3 *Ibidem*, s. 469.

4 A. Berle, G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Co., New York 1932.

5 C. Mesjasz, *Ład (nadzór)...*, s. 19.

6 R. La Porta i inni, *Investor protection and corporate governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, No. 58, s. 4.

7 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, October 1976, Vol. 3, No. 4.

Wypracowane w spółce zyski mogą zostać wykorzystane przez insiderów dla ich własnych interesów, stojących w sprzeczności z interesami pozostałych udziałowców. O. Hart<sup>8</sup> zwrócił uwagę na to, że inwestorzy uzyskują zyski z zainwestowanych w daną spółkę aktywów jedynie dlatego, iż posiadają możliwość oddziaływania prawnego na spółkę, przejawiającego się w postaci: zmiany zarządu, wymuszenia wypłaty dywidendy, możliwości zatrzymania projektu, który przyniesie zyski insiderom kosztem pozostałych udziałowców czy sądzenia menedżerów i otrzymania odszkodowania oraz wpływu na ewentualną decyzję o likwidacji spółki. Bez powyższych narzędzi inwestorzy byłiby narażeni na pełnienie roli dostawców kapitału dla spółki, którzy nie posiadają żadnej realnej kontroli nad dalszym losem swoich wkładów w spółce.

Istotą systemu *corporate governance* jest zapewnienie równowagi pomiędzy wszystkimi podmiotami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa, umożliwiającej rozwój zarówno im, jak i spółce. Podmiotami tymi są menedżerowie, pracownicy, inwestorzy, a także dostawcy<sup>9</sup>. Jak zauważa C. Mesjasz<sup>10</sup>, termin „nadzór korporacyjny” posiada różne interpretacje, w zależności od tego, jaki rodzaj podmiotów podejmie się działań kontrolnych nad spółką. Nadzór korporacyjny może być rozumiany jako nadzór właścicielski sprawowany przez akcjonariuszy lub wspólników nad zarządzaniem spółką. Celem jest w tym przypadku ochrona interesów akcjonariuszy, a także maksymalizacja rynkowej wartości akcji w przypadku spółki akcyjnej. Termin „nadzór korporacyjny” może być także rozpatrywany w kontekście interpretacji finansowej jako zbiór metod umożliwiających podmiotom dostarczającym środków finansowych spółce (takim jak: akcjonariusze, wspólnicy, banki, właściciele wyemitowanych przez przedsiębiorstwo obligacji itd.) uzyskanie zwrotu z poniesionych przez nich inwestycji. Wreszcie zaś, nadzór korporacyjny może być określony w interpretacji ogólnej jako całokształt relacji pomiędzy wszystkimi interesariuszami (*stakeholders*) spółki, którego celem jest tworzenie wartości dla wszystkich stakeholderów. Warto dodać, że istnieją dwa rodzaje interpretacji ogólnej nadzoru korporacyjnego: podstawowa, w której wszyscy interesariusze traktowani są jak równi sobie, oraz kompromisowa – podkreślająca podstawowe znaczenie akcjonariuszy<sup>11</sup>.

Istnieją różnice pomiędzy podejściem do spółki w procesie nadzoru korporacyjnego. W Stanach Zjednoczonych dominuje koncepcja postrzegania przedsiębiorstwa jako narzędzia realizacji celów jego właścicieli. Upowszechniano tu systemy nabywania własności oraz systemy motywacyjne dla menedżerów, mające pozytywnie wpływać

8 O. Hart, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, London 1995.

9 J. Szomburg, P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Corporate governance dla rozwoju Polski*, Wyjściowe tezy na inauguracyjne posiedzenie Polskiego Forum Corporate Governance, Gdańsk 2001, s. 1, [http://www.law.uj.edu.pl/~kpg/images/stories/lad\\_korporac/cg%20dla%20rozwoju%20polski.pdf](http://www.law.uj.edu.pl/~kpg/images/stories/lad_korporac/cg%20dla%20rozwoju%20polski.pdf) [dostęp: 06.10.2016].

10 C. Mesjasz, *Ład (nadzór)...*, s. 17.

11 *Ibidem*.

na wzrost wartości i pozycji rynkowej spółek. W Europie Zachodniej rozpowszechniła się szersza koncepcja ładu korporacyjnego, uwzględniająca poszukiwanie równowagi pomiędzy interesami różnych grup zaangażowanych w funkcjonowanie spółki<sup>12</sup>. Koncepcja europejska jest określana jako instytucjonalny model korporacji<sup>13</sup>.

Sir Adrian Cadbury, autor pierwszego brytyjskiego kodeksu dobrych praktyk zaproponował następującą definicję nadzoru korporacyjnego: „Nadzór korporacyjny to system, w którym korporacje są kierowane i kontrolowane. Strukturę nadzoru korporacyjnego określa podział praw i obowiązków pomiędzy podmiotami związanymi z korporacją takimi jak menedżerowie, rada dyrektorów, akcjonariusze oraz inne zainteresowane strony, a przedstawia zasady i procedury podejmowania decyzji w sprawach korporacyjnych. Dzięki temu zapewnia się struktury, dzięki którym ustanawia się cele przedsiębiorstwa, sposoby ich osiągnięcia oraz proces monitorowania ich realizacji”<sup>14</sup>. Można zauważyć, że powyższa definicja wymienia zbiór podmiotów biorących udział w procesie nadzoru, jak i zakres ich działania w jego ramach, nie podaje jednak konkretnych działań, które mogą być wskazane jako rzeczywisty nadzór korporacyjny.

Najczęściej cytowaną w literaturze<sup>15</sup> definicją nadzoru korporacyjnego jest zaproponowana przez A. Shleifera: „nadzór korporacyjny dotyczy metod działania, za pośrednictwem których dostarczyciele środków finansowych do przedsiębiorstwa starają się zapewnić sobie zwrot z ich inwestycji”<sup>16</sup>. A. Shleifer zauważył, że w przedstawionej powyżej sytuacji, interesy akcjonariuszy, kredytodawców, zaopatrujących przedsiębiorstwo w kapitał czy jej menedżerów mogą być rozbieżne<sup>17</sup>. W niniejszej monografii została przyjęta powyższa definicja nadzoru korporacyjnego z racji na jej zwięzłość i to, że jest ona powszechnie przyjęta i szeroko cytowana w opracowaniach naukowych.

W polskiej literaturze funkcjonuje równoległe wiele określeń anglojęzycznego terminu *corporate governance*, takich jak: nadzór korporacyjny, ład korporacyjny, władanie korporacyjne, nadzór wierzycielski czy nadzór nad przedsiębiorstwem<sup>18</sup>. K. Zalega porusza problem terminu *corporate governance*, zauważając, że nie posiada on w języku polskim zadowalającego odpowiednika<sup>19</sup>. K.A. Lis i H. Sterniczuk

12 Takich jak: menedżerowie, dostawcy, akcjonariusze, inwestorzy, wierzyciele oraz pracownicy.

13 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005, s. 103.

14 The Cadbury Report – The final report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, <http://www.icaew.com/~media/Files/Library/subjects/corporate%20governance/financial%20aspects%20of%20corporate%20governance.pdf> [dostęp: 06.10.2016].

15 A. Słomka-Gołębiowska, *Corporate Governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu.pl, Warszawa 2006, s. 11.

16 *Ibidem*.

17 A. Shleifer, R. Vishny, *A Survey on Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, No. 52.

18 A. Słomka-Gołębiowska, *Corporate...*, s. 11.

19 K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2003, s. 19–20.



definiują *corporate governance* jako rządy lub zarządzanie korporacją<sup>20</sup>. J. Solarz proponuje tłumaczyć ten zwrot jako władanie korporacyjne<sup>21</sup>, R. Borowiecki zaś jako „uwarunkowany instytucjonalnie i zwyczajowo system oceny działalności organów zarządzania przedsiębiorstwem w procesie kreowania jego wartości i rozwoju dla interesariuszy”<sup>22</sup>. C. Mesjasz zaleca, aby przyswoić do języka polskiego termin *corporate governance*, ponieważ istnieją trudności z prawidłowym przełożeniem tego terminu na język polski. Autor ten proponuje jako drugą opcję w kwestii stosowania wspomnianego określenia, używanie takich zwrotów jak nadzór nad przedsiębiorstwem lub władanie przedsiębiorstwem<sup>23</sup>. Można zauważyć, że występujące w polskiej literaturze definicje nadzoru korporacyjnego są ubogie i częstokroć próbują zamknąć sens całej definicji w jednym zdaniu. Interpretacja terminu *corporate governance* w polskiej literaturze ekonomicznej ulega jednak ciągłej ewolucji. Poszczególni badacze w swoich publikacjach korygują i rozbudowują swoje przemyślenia w tej kwestii<sup>24</sup>.

Według R. Borowieckiego przedmiotem analizy w ramach nadzoru korporacyjnego są zazwyczaj relacje pomiędzy właścicielami spółki, menedżerami i wierzycielami. Podstawowym celem tych relacji jest kreowanie wartości, której beneficjentami powinni być wszyscy interesariusze. Żaden z nich nie powinien oczekiwać, że jego własne cele zostaną zrealizowane kosztem pozostałych podmiotów z tej grupy. R. Borowiecki wyróżnia główne cele *corporate governance*<sup>25</sup>: harmonizowanie interesów zaangażowanych w spółkę stron, stymulowanie rozwoju i kreowanie wartości, zapewnienie atrakcyjności inwestycyjnej oraz analiza i ocena efektywności systemu, minimalizująca jego koszty. Autor ten zauważa, że współczesne teorie nadzoru korporacyjnego w niedostatecznym stopniu uwzględniają rolę wszystkich interesariuszy. Sytuacja ta utrudnia postrzeganie spółek jako podmiotów odpowiedzialnych społecznie (*corporate social responsibility*<sup>26</sup>). W tej sytuacji utrzymanie w równowadze stosunków pomiędzy intere-

20 K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.

21 J.K. Solarz, *Metodologia badania złożonych układów organizacyjnych. Perspektywa Corporate Governance*, Materiały powielane, 1997, cyt. za: R. Borowiecki i inni, (red.), *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005, s. 109.

22 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór...*, s. 104–105.

23 C. Mesjasz, „Corporate governance”. *Nadzór nad przedsiębiorstwem czy „władanie korporacyjne”*, „Przegląd Organizacji” 1998, nr 11, s. 10–13.

24 Na przykład C. Mesjasz, w pracy wydanej w roku 2004 zaproponował inną definicję *corporate governance* niż w swoich wcześniejszych pracach, tłumacząc ten termin podobnie jak J. Solarz jako władanie korporacyjne.

C. Mesjasz, *Teorie nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 13–14.

25 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór...*, s. 112.

26 Szerzej patrz: Forum Odpowiedzialnego Biznesu, <http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl> [dostęp: 06.10.2016].

sariuszami w spółce należy do menedżerów. R. Borowiecki zauważa, że istnieje różnica pomiędzy nadzorem właścicielskim, w którym interesariuszami są właściciele spółki, a nadzorem korporacyjnym, w przypadku którego interesariusze dzielą się na insiderów, kontrolujących wewnętrzną działalność przedsiębiorstwa (pracownicy, menedżerowie) oraz outsiderów, do których zaliczają się głównie właściciele i wierzyciele spółki<sup>27</sup>.

Główne pytania, które powinien postawić podmiot, zamierzający sprawować efektywny nadzór korporacyjny to<sup>28</sup>:

- Kto jest uprawniony do podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie, jak powinien kształtować się ich zakres?
- Kto ustala procedury powoływania oraz odwoływania osób, które są odpowiedzialne za funkcjonowanie przedsiębiorstwa?
- Jakiego rodzaju informacje będą przekazywane akcjonariuszom?

Efektywny nadzór korporacyjny musi umożliwiać wymianę informacji niezbędnych w procesie nadzoru. Powinien prowadzić do rozwoju przedsiębiorstwa, usprawniać proces podejmowania decyzji w przedsiębiorstwie oraz przyczyniać się do obsadzania władz spółek najbardziej kompetentnymi i uczciwymi menedżerami.

Należy nadmienić, że nadzór korporacyjny jest z reguły wykonywany przez dużych akcjonariuszy<sup>29</sup>, którzy dysponują odpowiednimi środkami i wiedzą niezbędną w prowadzeniu kontroli nad spółkami portfelowymi. Drobni akcjonariusze, szczególnie inwestorzy indywidualni z reguły nie posiadają pieniędzy, czasu i odpowiedniej wiedzy, aby efektywnie nadzorować i brać udział w WZA spółek, których są udziałowcami. Nawet, jeśli akcjonariusze mniejszościowi posiadają wystarczające środki i kompetencje do nadzorowania spółki, jak w przypadku inwestorów instytucjonalnych na GPW w Warszawie, to ze względu na wysoką dywersyfikację portfeli, często okazuje się, że bardziej opłacalne dla inwestorów instytucjonalnych okazuje się wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji, niż wymuszenie na kierownictwie spółki procesów naprawczych.

## 1.2. Systemy nadzoru korporacyjnego

Współcześnie można wyróżnić cztery główne systemy nadzoru korporacyjnego: anglosaski, łaciński, japoński oraz kontynentalny, określane także jako system niemiecki, który jest stosowany również w Polsce. Niniejszy podrozdział ma za

27 R. Borowiecki i inni (red.), *Nadzór...*, s. 104–105.

28 A. Krzysztofek, *Teoretyczne aspekty funkcjonowania nadzoru korporacyjnego*, „Zarządzanie i Finanse. Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2012, nr 4/1, s. 337.

29 A. Shleifer, R. Vishny, *A Survey...*, s. 739.