Zarządzanie

Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych

Leszek Bohdanowicz

WYDAWNICTWO UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO

Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Zarządzanie

Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych

Leszek Bohdanowicz

WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

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

RECENZENT
Maria Aluchna

REDAKTOR INICJUJĄCY
Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ
Bogusława Kwiatkowska

SKŁAD I ŁAMANIE
Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI
Stämpfli Polska Sp. z o.o.
Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Author, Łódź 2016
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

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

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

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

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

SPIS TREŚCI

WSTĘP 7

ROZDZIAŁ I.
WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W TEORIACH ŁADU KORPORACYJNEGO **15**
1.1. Własność wśród innych źródeł władzy menedżerskiej 15
1.2. Sprzeczność interesów w spółce – perspektywa teorii agencji 19
1.3. Zbieżność interesów w spółce – perspektywa teorii służebności 27
1.4. Wpływ otoczenia i budowanie kapitału relacyjnego – perspektywy teorii instytucjonalnej, strategicznego wyboru, zależności zasobowej i interesariuszy 30
1.5. Instrumentalne traktowanie pozycji w spółce – perspektywy teorii hegemonii menedżerskiej, hegemonii technostruktury oraz hegemonii klas 35
1.6. Pozostałe podejścia teoretyczne 39

ROZDZIAŁ II.
WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W POLSKIM SYSTEMIE ŁADU KORPORACYJNEGO **43**
2.1. Ewolucja polskiego rynku kapitałowego 43
2.2. Polski system ładu korporacyjnego w różnych klasyfikacjach systemów *corporate governance* 53
2.3. Struktury własnościowe polskich spółek publicznych 62
2.4. Znaczenie własności menedżerskiej i udział właścicieli-menedżerów w strukturach własnościowych polskich spółek publicznych 72

ROZDZIAŁ III.
WPŁYW WŁASNOŚCI MENEDŻERSKIEJ NA WYNIKI I FUNKCJONOWANIE SPÓŁEK **79**
3.1. Własność menedżerska a strategie spółek 79
3.2. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynikami finansowymi spółek 86
3.3. Efektywność kapitału intelektualnego w spółkach z własnością menedżerską 93
3.4. Związki pomiędzy własnością menedżerską, rotacjami w zarządach i wynikami finansowymi spółek 100

ROZDZIAŁ IV.
WŁAŚCICIELE-MENEDŻEROWIE A RADY NADZORCZE I ZARZĄDY SPÓŁEK **107**
4.1. Aktywność rad nadzorczych w spółkach z własnością menedżerską 107
4.2. Wpływ własności menedżerskiej na liczebność i strukturę organów statutowych spółek 110
4.3. Własność menedżerska a powoływanie komitetów rad nadzorczych 131

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

ROZDZIAŁ VI.
WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W POLSKICH SPÓŁKACH PUBLICZNYCH – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH **161**
6.1. Metodyka badań 161
6.2. Własność menedżerska a poziom internacjonalizacji polskich spółek publicznych 163
6.3. Własność menedżerska a wyniki finansowe polskich spółek publicznych 167
6.4. Efektywność kapitału intelektualnego w spółkach z własnością menedżerską 176
6.5. Związki pomiędzy własnością menedżerską a rotacjami na stanowiskach prezesów zarządów polskich spółek publicznych 181
6.6. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a aktywnością rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych 188
6.7. Wpływ własności menedżerskiej na liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych 193
6.8. Własność menedżerska a różnorodność organów statutowych polskich spółek publicznych 200
6.9. Niezależność w radach nadzorczych polskich spółek publicznych a własność menedżerska 207
6.10. Własność menedżerska a obowiązkowe i dobrowolne powoływanie komitetów rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych 211
6.11. Relacje pomiędzy własnością menedżerską a wynagrodzeniem członków zarządów polskich spółek publicznych 218
6.12. Formy wynagradzania niepieniężnego w polskich spółkach publicznych z indeksów WIG30, mWIG40 i sWIG80 225
6.13. Własność menedżerska a wypłaty dywidend w polskich spółkach publicznych 228

ZAKOŃCZENIE **237**

MANAGERIAL OWNERSHIP IN POLISH LISTED COMPANIES **247**

BIBLIOGRAFIA **251**

ZAŁĄCZNIKI **279**

SPIS RYSUNKÓW **297**

SPIS TABEL **299**

OD REDAKCJI **303**

WSTĘP

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ROZDZIAŁ I

WŁASNOŚĆ MENEDŻERSKA W TEORIACH ŁADU KORPORACYJNEGO

1.1. Własność wśród innych źródeł władzy menedżerskiej

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

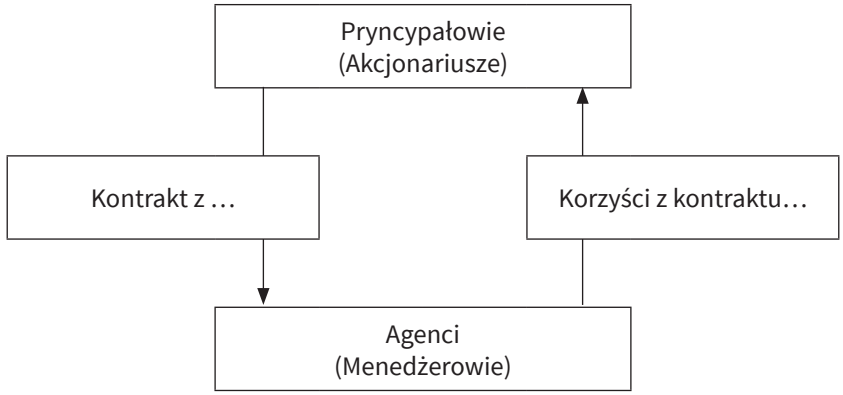
Te cztery źródła władzy menedżerskiej mogą wspólnie dać silną, a czasem nawet nadmierną władzę menedżerom najwyższego szczebla. Może to prowadzić do zbyt dużej odpowiedzialności i możliwości popełniania błędów oraz dokonywania nieodpowiednich wyborów. Ciekawe w tym kontekście jest stwierdzenie S. Finkelsteina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

1.2. Sprzeczność interesów w spółce – perspektywa teorii agencji

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

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

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



Rysunek 1. Relacje pomiędzy właścicielami a menedżerami w teorii agencji

Źródło: B. Tricker (2009, s. 219)

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

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