

Adam Samborski*

NADZÓR KORPORACYJNY W KONTEKŚCIE INSTYTUCJONALNYM – DONIESIENIA Z BADAŃ

1. WPROWADZENIE

Prowadzone rozważania zostały osadzone w koncepcji nowej ekonomii instytucjonalnej, która – inaczej niż ekonomia ortodoksyjna – pozwala na wyjaśnienie zróżnicowanego tempa rozwoju poszczególnych przedsiębiorstw. W jej ujęciu przyczyn wspomnianego zróżnicowania rozwoju przedsiębiorstw należy upatrywać w instytucjach. Celem artykułu jest rozpoznanie instytucji formalnych nadzoru korporacyjnego w wybranych spółkach giełdowych zarejestrowanych w Polsce.

2. INSTYTUCJE A NADZÓR KORPORACYJNY¹

Rozpatrując problematykę nadzoru korporacyjnego, należy zauważyć, iż do tej pory na gruncie nauk ekonomicznych nie wypracowano jednolitej definicji nadzoru korporacyjnego, a nawet nie wyznaczono, co tak naprawdę, jest przedmiotem rozważań. Powodem takiego stanu rzeczy jest fakt, iż tematyka nadzoru korporacyjnego jest niezwykle złożona i nie ma znamion trywialności. Podejmuje takie kwestie jak: podstawowy cel działalności przedsiębiorstwa (jaki podstawowy cel ma realizować kierownictwo korporacji?), uzasadnione roszczenia grup interesu (kto dysponuje uzasadnionymi roszczeniami w stosunku do korporacji?), kluczowe zmienne (pytania o strukturę własności, oddziały, grupy kultu-

* Prof. UE dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

¹ Część 2 artykułu stanowi rozszerzoną i opracowaną pod kątem realizacji celu ujętego we wprowadzeniu, postać tekstu zamieszczonego w: A. Samborski, *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych*, [w:] H. Buk, C. M. Olszak, M. Równicka, E. Ziembka, *Tendencje w ekonomii i finansach. Konteksty teoretyczne i rozwiązania praktyczne*, UE Katowice, CBiE, Katowice 2013, s. 310–322.

rowe, itp.), uniwersalizm, czy znaczenie lokalne (czy potrzebny jest wystandaryzowany nadzór korporacyjny?).

Zakres tematyczny nadzoru korporacyjnego jest więc niezwykle szeroki. Rozciąga się od tradycyjnego ujęcia problematyki, koncentrującej się na teorii pryncypała – agent, do formy przywództwa ukierunkowanego na wszystkich interesariuszy². Należy jednak zauważyć, iż stopniowo nacisk z tradycyjnie pojmowanego problemu agencji (koncentrującego się na konfliktach między akcjonariuszami a menedżerami), który związany jest ze „starą szkołą” w nadzorze korporacyjnym, przesuwa się w kierunku etyki i odpowiedzialności, na których koncentruje się obecnie „nowa szkoła”. Coraz częściej przyznaje się, iż w nadzorze korporacyjnym nie chodzi tylko o maksymalizację wartości akcji, ale raczej o właściwe ułożenie relacji pomiędzy wieloma podmiotami zainteresowanymi funkcjonowaniem korporacji (interesariuszami), jak i o wybór odpowiednio dobranych celów, które korporacja ma realizować. Patrzenie na przedsiębiorstwo poprzez pryzmat interesariuszy umiejscawia menedżerów w centrum zarządzania relacjami z każdą z grup interesu. Celem zarządzania w tej perspektywie staje się trwała maksymalizacja bogactwa organizacji poprzez optymalizowanie tych relacji³.

W nadzorze korporacyjnym chodzi więc o kontrolę nad sposobem wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa, czyli o odpowiednie ramy procesu decyzyjnego w firmie, a zwłaszcza o uwarunkowania decyzji strategicznych. Na pierwszy plan wysuwają się dwa jego aspekty. Są to harmonizowanie interesów zaangażowanych w przedsiębiorstwo stron oraz zapewnienie dopływu odpowiednich środków finansowych pozwalających na rozwój przedsiębiorstwa⁴.

Proces podejmowania decyzji w przedsiębiorstwach jest więc grą społeczną organizacji i instytucji uczestniczących w tym procesie⁵. Grę opisać można jako wielostronne porozumienie, obejmujące zbiór graczy, ich zestaw aktywnych działań i funkcję konsekwencji, która mapuje każdy profil wybranego działania. Przyjęto, iż ustanowione prawo konstytuuje elementy określające formę funkcji

² A. Brink, *A Normative Theory Of The Firm. Specific Investments As Legitimation For Residual Claims: Considerations On Ethical Integration From The Perspective Of Governance Theory*. Paper presented at the Conference of the German Association of Economists (Verein für Socialpolitik), Section „Economics and Ethics” 2007, March 1–3, 2007, University of Freiburg (Walter-Eucken-Institut), <http://www.wipo.uni-freiburg.de/conferences/vfs-tagung>.

³ A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług. Dynamika zmian w polskim przemyśle i usługach*, TNOiK, Katowice 2011, s. 375.

⁴ M. Fedorowicz, *Corporate governance – nadzór nie tylko właścicielski. Relacje między kontrolą nad zarządzaniem a systemem instytucjonalnym w gospodarce*, [w:] S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 33.

⁵ S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 160.

konsekwencji, razem z technologią, czy dziedzictwem kulturowym, itp.⁶ Instytucje natomiast to zbiór reguł i regulacji, stanowiących ograniczenia dla zachowań ludzkich, a organizacje to gracze⁷. Nadzór korporacyjny jest zbiorem reguł i regulacji (formalnych i nieformalnych) określających wybory działań graczy, zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji⁸. Instytucje formalne to system prawny, który obejmuje bardzo szerokie spektrum, od konstytucji do regulaminów wewnętrznych przedsiębiorstw. Instytucje nieformalne natomiast, to zasady postępowania zawarte w zwyczajach, tradycjach, rutynie, wierzeniach, czy mentalności jednostki⁹.

Nowa ekonomia instytucjonalna inaczej niż ekonomia ortodoksyjna, pozwala na wyjaśnienie zróżnicowanego tempa rozwoju poszczególnych przedsiębiorstw¹⁰. Koncentruje się bowiem na badaniu zależności między rezultatami gospodarczymi oraz instytucjonalnymi warunkami zachowań i otoczenia instytucjonalnego. Nowa ekonomia instytucjonalna przywiązuje dużą wagę zarówno do uwarunkowań prawno-organizacyjnych, jak i stabilności działań zrutyinizowanych¹¹. W jej ujęciu przyczyn wspomnianego zróżnicowania rozwoju przedsiębiorstw należy upatrywać w instytucjach. Instytucje te w określonych warunkach umożliwiają konstruktywną współpracę i stwarzają efekt synergii. Układ instytucjonalny, który decyduje o takich rezultatach związany jest z koncepcją nadzoru korporacyjnego. Warto w tym miejscu zauważyć, iż pomimo tego, że przedsiębiorstwa w danym kraju działają w ramach prowadzonej polityki gospodarczej oraz istniejącego prawa, to każda firma posiada specyficzny dla siebie układ instytucjonalny. Układ ten decyduje w znacznym stopniu o jej efektywności. Układ ten może sprzyjać rozwojowi spółki, bądź hamować ten rozwój, może być również wobec niego neutralny¹².

W nowej ekonomii instytucjonalnej efektywność jest ważnym kryterium oceny rezultatów działalności przedsiębiorstwa. Za kryterium efektywności przyjmuje się tzw. efektywność adaptacyjną. Przejawia się ona w elastycznych zmianach matrycy instytucjonalnej. Zmiany te prowadzą do wzrostu realnego dochodu¹³. W nowej ekonomii instytucjonalnej rozwój przedsiębiorstwa należy postrzegać więc jako pochodną szans, zasad oraz procesów, tworzących instytucje nadzoru korporacyjnego. Dotyczy to zarówno instytucji formalnych, jak i nieformalnych. Ich wzajemne relacje warunkują tempo rozwoju przedsiębiorstwa¹⁴.

⁶ M. Aoki, *Comparative Institutional Analysis of Corporate Governance*, www.google.com.

⁷ S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna...*, *op. cit.*, s. 162–163.

⁸ M. Aoki, *op. cit.*

⁹ S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna...*, *op. cit.*, s. 164–165.

¹⁰ *Ibidem*, s. 161.

¹¹ S. Rudolf, *Nowa ekonomia instytucjonalna lekarstwem na kryzys*, [w:] S. Rudolf, *Nowa ekonomia instytucjonalna wobec kryzysu gospodarczego*, WSEiP, Kielce 2012, s. 13.

¹² S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna...*, *op. cit.*, s. 161–162.

¹³ *Ibidem*, s. 170–172.

¹⁴ *Ibidem*, s. 169.

Z literatury przedmiotu wynika, iż instytucje są znaczące w przestrzeni gospodarczej. Warto więc zastanowić się nad tym jakie jest owo znaczenie, w jakich warunkach ujawnia się, w jakim zakresie i w jaki sposób¹⁵? Podejście instytucjonalne do strategii działania instytucje traktuje jako zmienne niezależne, skupiając się na dynamicznych interakcjach pomiędzy instytucjami a organizacjami; przyjmując, że wybory strategiczne są wynikiem tych interakcji¹⁶.

Choć instytucje spełniają wiele funkcji, ich podstawową rolą jest zmniejszenie niepewności i dostarczenie znaczenia¹⁷. Ogólnie rzecz ujmując, instytucje redukują niepewność (różnym podmiotom – aktorom) poprzez określenie norm rządzących zachowaniami (reguły zachowań) oraz zdefiniowanie granic tego, co jest zgodne z prawem. Aktorzy z kolei, racjonalnie realizują swoje interesy dokonując wyborów w ramach danego układu instytucjonalnego¹⁸. Na tej podstawie sformułować można założenie 1 (szczegółowe) – menedżerowie i przedsiębiorstwa racjonalnie dążą do realizacji swoich interesów, dokonując wyborów strategicznych w ramach formalnych i nieformalnych ograniczeń w danym układzie instytucjonalnym. Przyjmując, że formalne i nieformalne instytucje są kompensującymi się strukturami, sformułować można założenie 2 (szczegółowe) – choć formalne i nieformalne instytucje łącznie kształtują (regulują) zachowania firm, w sytuacji, gdy formalne ograniczenia są niejasne lub zawodzą, nieformalne ograniczenia będą odgrywać większą rolę w zmniejszaniu niepewności, dostarczając wytycznych oraz legitymizując działania menedżerów i przedsiębiorstw¹⁹.

3. KONCEPTUALIZACJA BADAŃ

Badania stanowią fragment szerzej zakrojonego projektu²⁰. Prezentowane analizy odnoszą się jedynie do celu sformułowanego na potrzeby opracowania. Głównym zamierzeniem badawczym była próba identyfikacji, analizy oraz oce-

¹⁵ Szerzej: W. Powell, *On the nature of Institutional Embeddedness*, „Advances in Strategic Management” 1996, vol. 13, s. 293–300.

¹⁶ Szerzej: M. W. Peng, *Towards an institution-based view of business strategy*, „Asia Pacific Journal of Management” 2002, vol. 19, s. 251–267.

¹⁷ Szerzej: M. W. Peng, *Global strategy*, South-Western Thomson, Cincinnati, OH, 2006; W. R. Scott, *Institutions and organizations: Ideas and interests*, 3rd ed., Sage, Thousand Oaks, CA, 2008.

¹⁸ S. H. Lee, M. W. Peng, J. B. Barney, *Bankruptcy law and entrepreneurship development: A real options perspective*, „Academy of Management Review” 2007, no. 32(1), s. 257–272.

¹⁹ M. W. Peng, S. Li Sun, B. Pinkham, H. Chen, *The Institution-Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod*, „Academy of Management Perspectives”, August 2009, s. 63–81.

²⁰ Artykuł jest efektem pierwszego z trzech etapów projektu badawczego realizowanego w Zakładzie Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw UE Katowice zatytułowanego „Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych”.

ny instytucji formalnych nadzoru korporacyjnego w wybranych spółkach giełdowych zarejestrowanych w Polsce.

Pytania badawcze sformułowano w następujący sposób:

– w jaki sposób przedsiębiorstwa koewoluują z otoczeniem instytucjonalnym?

– dlaczego część przedsiębiorstw w ramach tej samej struktury instytucjonalnej osiąga lepsze wyniki finansowe?

Formułując ontologiczne, epistemologiczne i metodologiczne podstawy badań przyjęto:

– koncepcję realizmu (realizm daje obraz świata, w którym rzeczywiste zjawiska społeczne mogą zostać ustalone, pomimo tego, że obraz ten jest niedoskonały i jedynie probabilistycznie zrozumiały. Metodologia realizmu może okazać się najwłaściwsza, jeśli celem części badań jest odkrywanie, określenie, opis i analiza zmiennej, złożonej sytuacji społecznej, jeśli celem postępowania wyjaśniającego jest rozwój ideograficznej wiedzy mieszczącej się w naukach społecznych);

– realizm krytyczny (rzeczywistość jest „prawdziwa”, ale tylko w sposób niedoskonały i probabilistyczny dostrzegalna, tak więc konieczna jest triangulacja źródeł danych, aby spróbować ją poznać);

– zmodyfikowany obiektywizm (wyniki prawdopodobnie prawdziwe);

– studia przypadków (triangulacja w obszarze metod zbierania i analizy danych, koncentracja na podejściu jakościowym).

Metodologia realizmu w jakościowym studium przypadku jest procesem ukierunkowanym na tendencje przyczynowe, nie zajmującym się jednak relacjami przyczynowo-skutkowymi, ale leżącymi u ich podstaw tendencjami przyczynowymi. W związku z tym, analiza danych w realizmie jest procesem uwzględniającym wartości (np. normy społeczne, itd.).

Na ogół, w ramach realizmu, metodologię studium przypadku wybiera się, gdy:

(i) Istnieją szczególne zdarzenia koncentrujące się na sytuacji lub kontekście, mające swoją specyfikę (Eisenhardt 1989; Merriam 1988);

(ii) Ustawienia (*settings*) organizacji społecznej są skomplikowane (Kaplan 1986, Morgan & Smircich 1980; Orlikowski i Baroudi 1991; Parkhe 1993);

(iii) Badacz poszukuje kontekstowego znaczenia w ograniczonym systemie (Bonoma 1985; Stawka 1978; Yin 1989) oraz

(iv) Przedsięwzięcie badawcze jest indukcyjną budową teorii (Gilmore i Carson 1996; Hirschman 1986; Merriam 1988)²¹.

Takie warunki zostały spełnione.

²¹ M. Christie, P. Rowe, C. Perry, J. Chamard, *Implementation of Realism in Case Study Research Methodology*, http://ecsocman.hse.ru/data/588/656/1219/case_st.pdf.

W badaniach zastosowano eksploracyjne studium przypadku będące typem badań służących wstępnemu rozpoznaniu problemu, sformułowaniu pytań oraz hipotez badawczych.

Badaniami objęto kilka przypadków o charakterze ekstremalnym – stosując wielokrotne studium przypadku. Analizie poddane zostały różnice pomiędzy organizacjami. Przypadkiem, a jednocześnie jednostką analizy, są więc organizacje (wybrane spółki budowlane). Kryterium doboru przypadków oparto na doborze celowym. Zdecydowano się na sektor budowlany, gdyż jest on najliczniej reprezentowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Ponadto wśród indeksów branżowych w 2012 r. najniższą stopę zwrotu osiągnął indeks WIG-BUDOW (przypadek ekstremalny – „czarny łabędź” – warto przypomnieć, że problem badawczy dotyczy identyfikacji układu instytucjonalnego, który przesądza w warunkach gospodarki polskiej o szybszym tempie rozwoju poszczególnych spółek publicznych).

Podmiotem badań jest 6 spółek sektora budowlanego wchodzących w skład indeksu WIG-BUDOW (spółki zakwalifikowane do sektora „budownictwo” i uczestniczące w indeksie WIG – skład na dzień 22.08.2013 r.). Jako kryterium doboru przyjęto stopy zwrotu z akcji, którą osiągnęły spółki w 2012 r. Wybrano trzy spółki o najniższych stopach zwrotu oraz trzy o najwyższych stopach zwrotu. Są to: AWBUD SA (–64,37%), POLIMEX-MOSTOSTAL SA (–61,66%), TEGAS SA (–48,53%), ENERGOAPARATURA SA (43,08), INSTAL KRAKÓW SA (44%), MOSTOSTAL PŁOCK SA (44,83)²². Badaniami objęto okres 2011–2012 r.

4. OPIS NAJWAŻNIEJSZYCH OSIĄGNIĘĆ

W opracowaniu wyodrębniono dziesięć instytucji formalnych (rynki, rada nadzorcza, zarząd, akcjonariusze, związki zawodowe, polityka informacyjna, koalescencja akcjonariuszy, bodźce kierownicze, odpowiedzialność karna i cywilna kierownictwa, struktura kapitału, postępowanie upadłościowe), które poddano analizie²³. Przeprowadzone badania w tym obszarze pozwalają na sformułowanie następujących wniosków.

- Nadzór korporacyjny realizowany jest głównie poprzez nadzór wewnętrzny, z uwagi na niedostateczny jeszcze rozwój rynku kapitałowego. Domi-

²² W literaturze prezentowane są różnorodne poglądy, co do liczby przypadków, jakie należy przeanalizować, aby wnioski z badania miały charakter naukowy. Dominujący pogląd sugeruje przeprowadzenie od czterech do dziesięciu studiów przypadku. P. Wójcik, *Znaczenie studium przypadku jako metody badawczej w naukach o zarządzaniu*, „e-mentor” 2013, nr 1(48), s. 17–22.

²³ Instytucje formalne wyodrębniono za: M. J. Roe, *The Institutions of Corporate Governance*, „Discussion Paper No. 488” 2004, no. 08, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138.

nującą rolę odgrywają mechanizmy wewnętrzne takie jak: struktura własności, zarząd, rada nadzorcza²⁴.

- Badane spółki charakteryzują się wysoką koncentracją własności. Własność i kontrola znajduje się w rękach inwestorów instytucjonalnych, przedsiębiorstw i niewielkiego grona inwestorów indywidualnych²⁵.

- Spółki nie przywiązują wagi do zagadnień związanych z kształtowaniem relacji pomiędzy udziałowcami. Odstępują od prowadzenia efektywnej polityki informacyjnej, nie zgadzają się na obecność mediów podczas WZA, jak również nie umożliwiają uczestnictwa w zgromadzeniach akcjonariuszy przy wykorzystaniu komunikacji elektronicznej, co może być szczególnym utrudnieniem w przypadku inwestorów zagranicznych²⁶.

- Nie zidentyfikowano przesłanek, które mogłyby świadczyć o istnieniu potencjalnego związku pomiędzy strukturą akcjonariatu, a wynikami osiąganymi przez poszczególne przedsiębiorstwa. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że dwa przedsiębiorstwa ENERGOAPARATURA SA oraz INSTAL KRAKÓW w ostatnim okresie w istotny sposób zmieniało strategię działania, co mogło wpłynąć na poprawę funkcjonowania tych przedsiębiorstw. Zarówno ENERGOAPARATURA SA jak i INSTAL KRAKÓW przesunęły ciężar swojej aktywności na rynek energetyki²⁷.

- Badane spółki nie przywiązują znaczącej uwagi do udostępniania informacji o kształtowaniu się relacji ze stroną społeczną. W przypadku badanych podmiotów wśród ogólnodostępnych informacji, na ich stronach internetowych, nie są udostępniane żadne informacje w zakresie funkcjonowania związków zawodowych. Ponadto, żadna z badanych firm nie odpowiedziała na prośbę o udostępnienie informacji w tym zakresie²⁸.

- Na podstawie przeglądu informacji o charakterze ekonomiczno-finansowym spółek będących przedmiotem pogłębionej analizy nie stwierdzono, by jakikolwiek podmiot z badanej próby istotnie wykroczył poza standard komunikacyjny wynikający ze stosownych przepisów prawa. Istnieją, rzecz

²⁴ K. Żak, *Rada nadzorcza, zarząd*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

²⁵ G. Borkowski, *Koalescencja akcjonariuszy*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

²⁶ G. Borkowski, *Akcjonariusze – rozwiązania ukierunkowane na ucywilizowanie relacji pomiędzy akcjonariuszami*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

²⁷ G. Borkowski, *Koalescencja akcjonariuszy*, *op. cit.*; G. Borkowski, *Akcjonariusze – rozwiązania ukierunkowane...*, *op. cit.*

²⁸ A. Kwiecień, *Związki zawodowe*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

jasna, znaczące różnice pomiędzy częstotliwością komunikatów zarządów. Nie ma jednak przesłanek do stwierdzenia, że większa częstotliwość wynika z polityki informacyjnej. Przeciwnie, analiza treści komunikatów pozwala założyć, że różnice frekwencyjne są pochodną częstotliwości występowania zdarzeń objętych zobowiązaniem informacyjnym, nie zaś rozszerzeniem ich katalogu w oparciu o wewnętrzne priorytety. Oznaczać to może, że żaden z analizowanych podmiotów nie zinterpretował rozszerzająco obowiązków informacyjnych dostrzegając istnienie dodatniego sprzężenia zwrotnego pomiędzy transparentnością informacyjną, a zainteresowaniem shareholderów zwiększeniem ekspozycji na papiery wartościowe danego podmiotu²⁹.

- W badanych spółkach zauważyć można różne formy łączenia się akcjonariuszy. Zjawisko to jest szczególnie widoczne w przypadku spółki AWBUD SA, czy ENERGOAPARATURA SA. Szczególnym przypadkiem wydaje się być spółka TEGAS SA, gdzie zauważamy połączenie funkcji właścicielskich z zarządczymi. Świadczy to o silnej pozycji określonej grupy akcjonariuszy oraz o silnych powiązaniach partnerskich pomiędzy udziałowcami.

- Badane spółki w obszarze nadzoru korporacyjnego ściśle stosują się do praktyk proponowanych w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”. Dokument ten nie kładzie jednak dużego nacisku na kwestie odnoszące się do relacji pomiędzy inwestorami oraz formy i poziomu ich aktywności.

- Nie zidentyfikowano przesłanek, które świadczyłyby o znaczeniu aktywności akcjonariuszy dla wyników uzyskiwanych przez badane przedsiębiorstwa. Aktywny sposób realizowania praw własności nie jest jednak też czynnikiem wpływającym negatywnie na sposób funkcjonowania przedsiębiorstwa. W przypadku analizowanych przedsiębiorstw nie odnaleziono bezpośredniego związku pomiędzy formą oraz sposobem funkcjonowania akcjonariuszy a wynikami uzyskiwanymi przez przedsiębiorstwo³⁰.

- W badanych spółkach systemy wynagrodzeń są mało agresywne. Stwarza to zagrożenie, iż menedżerowie zaczną zaniedbywać czynniki sukcesu³¹.

- Analiza treści obligatoryjnych raportów okresowych i bieżących nie wykazała występowania prowadzonych w okresie badawczym wobec członków organów spółki postępowań związanych z odpowiedzialnością karną lub cywilną. Pewien wyjątek stanowi spółka AWBUD SA. W 2011 r. Komisja Nadzoru Finansowego nałożyła kary po 150 tys. zł na trzech byłych menedżerów IN-

²⁹ P. Kosiń, *Polityka informacyjna*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

³⁰ G. Borkowski, *Koalescencja akcjonariuszy*, *op. cit.*

³¹ A. Krzysztofek, *Bodźce kierownicze*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

STALU LUBLIN, obecnie notowanego na GPW pod nazwą AWBUD. Zostali ukarani za tzw. manipulację informacją³².

• Na podstawie analizy struktury źródeł finansowania w badanej grupie spółek, trudno wychwycić jednoznaczne tendencje i powiązać je, chociażby z osiąganą stopą zwrotu. Można stwierdzić, że sytuacja skrajna, dominacji obcych form finansowania w spółce POLIMEX-MOSTOSTAL, jest najmniej korzystna. Jest to jedyna spółka w tej grupie, w której występuje ujemny kapitał obrotowy i osiąga ona niską stopę zwrotu. Z kolei bezpieczna struktura kapitału w spółce ENERGOAPARATURA SA łączy się z wysoką stopą zwrotu tej firmy. Jednak w pozostałych przypadkach, spółki o podobnej strukturze kapitału osiągają różne wyniki finansowe i różne stopy zwrotu³³.

• Z przeprowadzonej analizy dyskryminacyjnej uzyskano zróżnicowane wyniki. Jednoznacznie negatywna ocena dotyczy spółki POLIMEX-MOSTOSTAL, która istotnie boryka się z czynnikami ryzyka ciągłości działania. Spółki TESSAS, ENERGOAPARATURA, INSTAL KRAKÓW, w świetle uzyskanych wyników nie dotyczą zagrożenia upadłością w perspektywie rocznej. MOSTOSTAL PŁOCK i AWBUD należy zakwalifikować do zbioru podmiotów, dla których wyniki testu dyskryminacyjnego nie jest jednoznaczny. Porównanie uzyskanych wyników i intensywności zmian w zakresie składu organów badanych spółek (z wyłączeniem zgromadzeń akcjonariuszy) potwierdza brak istotnej zbieżności³⁴.

BIBLIOGRAFIA

- Aoki M., *Comparative Institutional Analysis of Corporate Governance*, www.google.com.
- Borkowski G., *Akcjonariusze – rozwiązania ukierunkowane na ucywilizowanie relacji pomiędzy akcjonariuszami*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.
- Borkowski G., *Koalescencja akcjonariuszy*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

³² K. Ciszek, *Odpowiedzialność karna i cywilna kierownictwa*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

³³ A. Kwiecień, *Struktura kapitału*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

³⁴ P. Kosiń, *Postępowanie upadłościowe*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

- Brink A., *A Normative Theory Of The Firm. Specific Investments As Legitimation For Residual Claims: Considerations On Ethical Integration From The Perspective Of Governance Theory*. Paper presented at the Conference of the German Association of Economists (Verein für Socialpolitik), Section „Economics and Ethics” 2007, March 1–3, 2007, University of Freiburg (Walter-Eucken-Institut), <http://www.wipo.uni-freiburg.de/conferences/vfs-tagung>.
- Christie M., Rowe P., Perry C., Chamard J., *Implementation of Realism in Case Study Research Methodology*, http://ecsocman.hse.ru/data/588/656/1219/case_st.pdf.
- Ciszek K., *Odpowiedzialność karna i cywilna kierownictwa*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.
- Fedorowicz M., *Corporate governance – nadzór nie tylko właścicielski. Relacje między kontrolą nad zarządzaniem a systemem instytucjonalnym w gospodarce*, [w:] S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.
- Kosiń P., *Polityka informacyjna*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.
- Kosiń P., *Postępowanie upadłościowe*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.
- Krzysztofek A., *Bodźce kierownicze*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.
- Kwiecień A., *Struktura kapitału*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.
- Kwiecień A., *Związki zawodowe*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.
- Lee S. H., Peng M. W., Barney J. B., *Bankruptcy law and entrepreneurship development: A real options perspective*, „Academy of Management Review” 2007, no. 32(1).
- Peng M. W., *Global strategy*, South-Western Thomson, Cincinnati, OH, 2006; W. R. Scott, *Institutions and organizations: Ideas and interests*, 3rd ed., Sage, Thousand Oaks, CA, 2008.
- Peng M. W., Li Sun S., Pinkham B., Chen H., *The Institution-Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod*, „Academy of Management Perspectives”, August 2009.
- Peng M. W., *Towards an institution-based view of business strategy*, „Asia Pacific Journal of Management” 2002, vol. 19.
- Powell W., *On the nature of Institutional Embeddedness*, „Advances in Strategic Management” 1996, vol. 13.
- Roe M. J., *The Institutions of Corporate Governance*, „Discussion Paper No. 488” 2004, no. 08, Harvard Law School, Cambridge, MA 02138.
- Rudolf S., *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbaneck (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Rudolf S., *Nowa ekonomia instytucjonalna lekarstwem na kryzys*, [w:] S. Rudolf, *Nowa ekonomia instytucjonalna wobec kryzysu gospodarczego*, WSEiP, Kielce 2012.
- Samborski A., *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w funduszach emerytalnych*, [w:] H. Buk, C. M. Olszak, M. Rówińska, E. Ziembka, *Tendencje w ekonomii i finansach. Konteksty teoretyczne i rozwiązania praktyczne*, UE Katowice, CBIe, Katowice 2013.
- Samborski A., *Nadzór korporacyjny a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług. Dynamika zmian w polskim przemyśle i usługach*, TNOiK, Katowice 2011.

Wójcik P., *Znaczenie studium przypadku jako metody badawczej w naukach o zarządzaniu*, „e-mentor” 2013, nr 1(48).

Żak K., *Rada nadzorcza, zarząd*, [w:] A. Samborski (red.), *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych*, badania statutowe Zakładu Zarządzania Finansami Przedsiębiorstw, UE, Katowice 2014, maszynopis.

Adam Samborski

THE INSTITUTIONS OF CORPORATE GOVERNANCE. THE CASE OF POLISH LISTED COMPANIES

Conducted considerations embedded in the concept of new institutional economics. New institutional economics, unlike orthodox economics, allows for the explanation of diverse development rate of individual enterprises. In terms of new institutional economics causes of unequal development of enterprises should be sought in the institutions. The purpose of this article is to identify, analyze and evaluate the formal institutions of corporate governance in selected listed companies registered in Poland.

The research questions were formulated as follows:

- how companies coevolve with institutional environment?
- why some companies within the same institutional structure achieves better financial results?

Key words: corporate governance, institutional analysis, formal institutions, informal institutions.