

Leszek BOHDANOWICZ*

WYNIKI FINANSOWE POLSKICH SPÓŁEK PUBLICZNYCH A AKTYWNOŚĆ ICH RAD NADZORCZYCH

DOI: 10.21008/j.0239-9415.2017.076.02

Niniejszy artykuł porusza problem aktywności rad nadzorczych polskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Celem badań w nim przedstawionych było określenie relacji pomiędzy wynikami finansowymi tych spółek mierzonymi wskaźnikiem ROA a aktywnością ich rad. Próba badawcza obejmowała 1611 obserwacji w 356 spółkach notowanych na GPW w Warszawie pomiędzy 2008 i 2015 rokiem. Dane analizowano za pomocą regresji Poissona. Na podstawie wyników badań można stwierdzić, iż występują statystycznie istotne i negatywne związki pomiędzy wartościami wskaźnika ROA mierzonymi zarówno w bieżącym, jak i w roku wcześniejszym a liczbą posiedzeń rad nadzorczych. Tym samym rezultaty badania potwierdziły, że organy te stają się aktywniejsze w obliczu pogarszających się wyników finansowych spółek i starają się być efektywnymi mechanizmami łagodzenia konfliktu agencji.

Słowa kluczowe: rada nadzorcza, teoria agencji, aktywność rad nadzorczych, wyniki finansowe spółek.

1. WPROWADZENIE

Od lat dziewięćdziesiątych XX wieku rady spółek stały się przedmiotem nie-słabnącego zainteresowania nauki i praktyki. Za bezpośrednią przyczynę tego zainteresowania uważa się kolejne skandale korporacyjne w takich spółkach, jak Enron, WorldCom, Tyco, Lehmann Brothers, AIG, Parmalat, Deutsche Bank i wielu innych. W każdym z tych przypadków zadawano pytanie o rolę rad spółek i zawsze ocena tych organów statutowych była negatywna. Podkreślano ich bierność oraz brak reakcji na działania menedżerów najwyższego szczebla (Stiles i Tylor, 2002). W odpowiedzi na taką diagnozę pojawiały się kolejne zmiany prawa spółek, a tak-

* Uniwersytet Łódzki, Wydział Zarządzania.

że wprowadzano kodeksy dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Te działania były wspierane licznymi badaniami i opracowaniami naukowymi. W wielu z nich przytaczano również wcześniejszą opinię M. Maca (1971), który badając dysonans pomiędzy oczekiwaniami wobec rad a ich rzeczywistą rolą w spółkach, krytycznie je oceniał, nazywając nawet „gumowymi pieczętkami” i „ornamentami na bożonarodzeniowej choince”.

W Polsce nie było aż tak spektakularnych skandali korporacyjnych, choć nawet w przypadku bankructw takich spółek publicznych, jak Alma Market, DSS, Hydrobudowa Polska, IG Group, Krosno, Irena i wielu innych, można zadać pytanie, czy ich rady nadzorcze były odpowiednio aktywne i potrafiły efektywnie realizować swoje funkcje. I chodzi tu nie tylko o funkcję kontrolną, ale również doradzanie zarządom i wskazywanie im zagrożeń. Stąd także w polskiej literaturze podkreślano, że rady nadzorcze spółek są bierne, a w wielu przypadkach nawet podporządkowane zarządom (Jeżak, 2010; Jeżak i Bohdanowicz, 2016).

Ta krytyczna ocena rad spółek sprawia, że wciąż ważne i aktualne jest prowadzenie badań na ich temat, również w Polsce, przy uwzględnieniu specyfiki funkcjonowania tych organów. Tym bardziej, że w dotychczasowych badaniach występuje luka badawcza. Otóż badania na temat aktywności rad spółek były prowadzone w modelu jednopoziomowym, gdzie funkcjonuje tylko jeden organ – rada dyrektorów. W jej skład wchodzi członkowie wewnętrzni i zewnętrzni, a wypełnia ona zarówno funkcje nadzorcze, jak i funkcje zarządcze (formułowanie strategii i prowadzenie polityki spółki). Badania opisane w niniejszym artykule przeprowadzono w polskim dwupoziomowym modelu organów statutowych (rada nadzorcza i zarząd), a dotyczą aktywności rad nadzorczych. Do tej pory podobne badania nie zostały przeprowadzone. Tym samym niniejszy artykuł wypełnia wskazaną lukę. Celem badań opisanych w niniejszym artykule jest określenie relacji pomiędzy wynikami finansowymi polskich spółek publicznych mierzonymi wskaźnikiem ROA a liczbą posiedzeń rad nadzorczych. Badając tę relację starano się również odpowiedzieć na pytanie, czy rady nadzorcze dążą do zmniejszania problemu agencji w polskich spółkach publicznych.

2. PODSTAWY TEORETYCZNE ORAZ PRZEGLĄD BADAŃ

2.1. Rola rad spółek w świetle teorii agencji

Za podstawową teorię ładu korporacyjnego uznawana jest teoria agencji (Jensen i Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989). Teoria agencji wskazuje, że w spółkach występuje konflikt interesu pomiędzy menedżerami (agentami) a właścicielami spółek (pryncypałami). Obie strony dążą co prawda 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 powiązаныmi z menedżerami. Konflikt ten jest potęgowany asymetrią informacji. Menedżerowie jako insiderzy mają lepszy dostęp do niej, a jak pokazały przypadki spółek, w których doszło do nadużyć, mogą ją wykorzystać dla realizacji własnych interesów, np. w formie niedostatecznego informowania pryncypałów, sprzedaży posiadanych przez siebie akcji w najlepszym momencie, czy okresowego wpływania na wyceny rynkowe spółek.

Konflikt agencji prowadzi do powstawania kosztów agencji. 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 mierzaniem, obserwowaniem i kontrolowaniem zachowania agentów. Obejmują one na przykład koszty audytu, powoływania zewnętrznych dyrektorów do rad (funkcjonowania rad nadzorczych), pisemnych kontraktów menedżerskich oraz dymisji i zatrudnienia menedżerów najwyższego szczebla. Teoretycznie ponoszenie wyższych kosztów monitorowania powinno prowadzić do zbliżania interesów właścicieli i menedżerów. Może jednak również mieć swoje negatywne skutki. M. Burkart, D. Gromb i F. Panunzi (1997) wskazali, że nadmierny monitoring będzie ograniczał inicjatywy menedżerów i ich przedsiębiorcze zachowania. E. Fama i M. Jensen (1983) wskazali, że również agenci partycypują w kosztach monitorowania, gdyż muszą oni tworzyć odpowiednie struktury, które będą pokazywały, że działają w interesie pryncypałów. Koszty stworzenia i dopasowania tych struktur M. Jensen i W. Meckling (1976) nazwali kosztami powiązania. Koszty powiązania nie zawsze mają charakter ściśle finansowy i mogą być kosztami transakcyjnymi. Należą do nich np. wysiłki podejmowane w celu dostarczenia dokładnych i na czas informacji zewnętrznym akcjonariuszom. Mimo poniesienia kosztów monitorowania i powiązania jest wciąż mało prawdopodobne, by interesy menedżerów i akcjonariuszy były w pełni zbieżne. Konflikt interesu sprawia zatem, że pojawiają się straty, które M. Jensen i W. Meckling (1976) nazwali stratami rezydualnymi. Stanowią one straty netto (przekraczające naliczone świadczenia) związane z występowaniem nieoptymalnych kontraktów motywacyjnych. Ponieważ nie jest praktyczne tworzenie pełnych kontraktów pomiędzy właścicielami i menedżerami, to w rzeczywistości stworzony kontrakt jest wynikiem kompromisu pomiędzy pełnym ograniczeniem menedżerów i przekazaniem im pewnych swobód, które będą sprawiały, iż menedżerowie choćby częściowo będą realizowali własne interesy.

W literaturze przedstawiano różne sposoby zbliżania interesów właścicieli i menedżerów, a tym samym ograniczania problemu agencji. Określano je jako mechanizmy corporate governance (Oviatt, 1988) lub czynniki efektywnego ładu korporacyjnego (Jeżak, 2010). B. Oviatt (1988) wskazał na kilka z nich: rynki kapitałowe funkcjonujące jako rynki kontroli przedsiębiorstw, wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla, funkcję kontrolną rady spółki, monitorowanie przez inwe-

storów instytucjonalnych, opcje na akcje, a także normy i wartości. J. Jeżak (2010) wymienił systemowe czynniki efektywności (np. uregulowania prawne), czynniki efektywności na poziomie organu nadzorczego (np. funkcje organu nadzoru) oraz czynniki efektywności na poziomie członków organu nadzorczego (np. procedura wyboru członków organu nadzorczego).

2.2. Rady nadzorcze i ich zadania

Teoria agencji wskazała na rady spółek (rady nadzorcze) jako jeden z najważniejszych mechanizmów zmniejszania kosztów agencji, a w szczególności na ich funkcję kontrolną. Na przykład M. Mizruchi (1983), prowadząc rozważania w oparciu o założenia tej teorii, nazwał rady ostatecznymi centrami kontroli. Należy jednak podkreślić, że szczególnie w modelu jednopoziomowym, gdzie występuje tylko jeden organ (rada dyrektorów), rady spółek obok kontroli menedżerów najwyższego szczebla realizują także inne zadania. B. Tricker (2009) podkreślił, że rady wypełniają cztery funkcje i stwierdził, że są one związane zarówno z kształtowaniem wyników (ang. *performance*), jak i prawidłowym funkcjonowaniem spółek (ang. *conformance*). W ramach działań związanych z kształtowaniem wyników, rady biorą udział w formułowaniu strategii (ang. *strategy formulation*) oraz kreowaniu polityki (ang. *policy making*). Natomiast w ramach działań związanych z prawidłowym funkcjonowaniem, koncentrują się na zapewnieniu, by menedżerowie działali odpowiedzialnie, w tym transparentnie wobec interesariuszy (ang. *accountability*) oraz na nadzorowaniu działań wykonawczych (ang. *supervising executive activities*). Rady nadzorcze w modelu dwupoziomowym, jak dodał B. Tricker, zajmują się nadzorowaniem, podczas gdy rady dyrektorów w modelu jednopoziomowym wykonują wszystkie cztery funkcje. Jednak także w Polsce wielu autorów podkreślało, że obok funkcji nadzorczych przypisanych radom przez Kodeks spółek handlowych, ich ważnym zadaniem jest doradzanie zarządom (np. Koładkiewicz, 2013).

W Polsce zgodnie z Kodeksem spółek handlowych rada nadzorcza sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich obszarach jej działalności. Do jej kompetencji należą też:

- ocena sprawozdań finansowych spółki, co do ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym;
- ocena wniosków zarządu, co do podziału zysków albo pokrycia strat;
- powoływanie, odwoływanie i zawieszanie członków zarządu;
- określanie zasad wynagradzania członków zarządu.

Listę zadań polskich rad nadzorczych mogą rozszerzać statuty spółek. W praktyce należą do nich również m.in.: zawieranie kontraktów z członkami zarządu; zatwierdzanie wieloletnich planów rozwoju spółki; zatwierdzanie rocznych budżetów; wybór lub zatwierdzenie wyboru biegłych rewidentów; reprezentowanie spół-

ki w sporach z zarządem; zatwierdzanie cen emisyjnych akcji; przyjmowanie jednolitych tekstów statutu spółki, a także wyrażanie zgody na: nabycie lub zbycie nieruchomości, udzielanie gwarancji, podjęcie inwestycji, zaciągnięcie zobowiązań, podwyższenie kapitału akcyjnego, nabywanie udziałów i akcji znacznej wysokości, nabycie lub zbycie ruchomości lub praw, utworzenie lub likwidację oddziałów spółki, utworzenie nowych przedsiębiorstw, ustanowienie prokury, prowadzenie interesów konkurencyjnych przez członków zarządu, zbycie lub zamianę akcji imiennych na akcje zwykłe (Jeżak, 2010). Aby wykonywać swoje zadania, rada nadzorcza powinna spotykać się na posiedzeniach w miarę swoich potrzeb, jednak nie rzadziej niż trzy razy w ciągu roku obrotowego (art. 389 § 3 ksh).

2.3. Relacje pomiędzy aktywnością rad a wynikami finansowymi spółek

W literaturze na temat corporate governance podkreślano, że jedną z przyczyn niskiej efektywności rad lub ich komitetów audytu jest zbyt mało czasu poświęcanego na wypełnianie obowiązków nadzorczych, w tym zbyt mała liczba ich formalnych spotkań (Conger et al., 1998; Greco, 2010; Lipton i Lorsch, 1992). K. Menon i J. D. Williams (1994) wątpili, by komitety audytu rad, które spotykają się rzadko, były efektywne w monitorowaniu menedżerów. Natomiast F. Zona, A. Zattoni i A. Minichilli (2013) stwierdzili, że rady, które spotykają się epizodycznie, rzadko w sposób pogłębiony badają różne aspekty decyzji strategicznych i zajmują się ich innowacyjnym charakterem. Z tego też powodu prowadzono wiele badań, które starały się sprawdzić, jakie są związki pomiędzy aktywnością rad a na przykład zaniedbaniami w sprawozdawczości finansowej (Carcello et al., 2002), udziałem we własności menedżerów najwyższego szczebla (Greco, 2010), przejrzystością ich wynagrodzeń (Laksamana, 2008), czy wynikami finansowymi spółek (Brick i Chidambaran, 2010; Vafeas, 1999).

Pierwsze badanie na temat relacji pomiędzy liczbą posiedzeń rad spółek a ich wynikami przeprowadził N. Vafeas (1999) na próbie 307 dużych spółek z listy Forbesa i lat 1990-1994. Zauważył on, że rady spotykają się częściej w odpowiedzi na gorsze wyniki we wcześniejszych okresach. Co więcej, spółki, których rady spotykają się częściej, są gorzej wyceniane przez rynki kapitałowe. Badanie to było później pogłębione przez I.E. Bricka i N.K. Chidambarana (2010). Badali oni wpływ wyników mierzonych wskaźnikami Q Tobina oraz ROA na liczbę posiedzeń rad oraz realizację ich funkcji nadzorczej (mierzonej przez współczynnik uwzględniający liczbę posiedzeń oraz udział w radzie członków zewnętrznych), jak i liczby posiedzeń oraz realizacji funkcji nadzorczej na wartości tych wskaźników. Ich badania prowadzone na próbie 5528 obserwacji spółek notowanych na giełdzie amerykańskiej pokazały, że liczba posiedzeń i realizacja funkcji nadzorczej są w sposób istotny statystycznie i pozytywnie powiązane z wartościami wskaźnika Q Tobina (zarówno jako zmienna endogeniczna, jak i zmienna egzogeniczna). Nieco inaczej wyglądały powiązania ze wskaźnikiem ROA, gdzie nie odnotowano wpły-

wu funkcji nadzorczej na zmienną ROA (jako zmienną endogeniczną), gdy jednak potraktowano zmienną ROA jako zmienną egzogeniczną, to taki wpływ był. I.E. Brick i N.K. Chidambaran wyciągnęli na tej podstawie wniosek, że za pomocą realizacji funkcji nadzorczej rady spółek identyfikują głównie możliwości inwestycyjne. Ponadto badania te pokazały, że szczególne zdarzenia w spółkach, takie choćby jak fuzje i przejęcia, wpływają na zwiększenie aktywności nadzorczej rad.

Poza tym badaniami, również w wielu innych studiach, przeprowadzonych w krajach, gdzie występuje model jednopoziomowy, badano relacje pomiędzy aktywnością rad a wynikami spółek, traktując te wyniki jako zmienną endogeniczną.

Na przykład C.G. Ntim i K.A. Osei (2011) przeprowadzili badania w 169 spółkach z Republiki Południowej Afryki i stwierdzili istotnie statystyczne związki pomiędzy liczbą posiedzeń rad a wynikami spółek. Również w modelu analizowanym przez T.N. Sahu i A. Manna (2013), którzy badali próbę spółek hinduskich, przyjęto, że aktywność rad jest zmienną egzogeniczną. W tym badaniu jednak stwierdzono pozytywny wpływ liczby posiedzeń rad na wyniki mierzone jako przychody ze sprzedaży netto, zysk netto, EVA oraz MVA. Zdaniem autorów większa liczba posiedzeń pomaga w podjęciu decyzji i wyeliminowaniu niespójności opinii członków rad. Inne wyniki otrzymali R. Horváth i P. Spirollari (2012), którzy wykorzystali próbę dużych spółek amerykańskich z lat 2005-2009, ale ich analizy nie pozwoliły na stwierdzenie, iż aktywność rad dyrektorów wpływa na wyniki finansowe spółek. W przeciwieństwie do powyższych badań w modelach analizowanych przez G. Greco (2010), który badał próbę 179 spółek z sektorów niefinansowych notowanych na włoskiej giełdzie papierów wartościowych, zmiennymi endogenicznymi były zmienne liczba posiedzeń rad spółek oraz liczba posiedzeń komitetu audytu, natomiast zmienną egzogeniczną wskaźnik ROA w roku poprzedzającym obserwację (t-1). Badania te jednak także nie pozwoliły na stwierdzenie statystycznie istotnych związków pomiędzy wartościami wskaźnika ROA a aktywnością rad spółek oraz komitetów audytu.

W części przytoczonych powyżej badań nie odkryto istotnych związków pomiędzy wynikami spółek a aktywnością ich rad. Mając jednak na uwadze również zadania rad nadzorczych w polskich spółkach akcyjnych oraz ich rolę wskazaną przez Kodeks spółek handlowych, można się spodziewać, iż ich aktywność powinna rosnać wraz z pogorszeniem się wyników spółek. Dlatego należy postawić hipotezę:

H: Pogorszenie wyników finansowych spółek prowadzi do wzrostu aktywności ich rad nadzorczych.

3. METODA BADAWCZA

3.1. Próba badawcza

W skład próby badawczej służącej do testowania powyższej hipotezy weszły polskie spółki z sektorów niefinansowych notowane na Giełdzie Papierów Warto-

ściowych w Warszawie w latach 2008-2015. Ze względu na dostępność danych analizy przeprowadzono w oparciu o 1611 i obserwacje w 356 spółkach. Wszystkie dane były zbierane ręcznie i pochodziły ze skonsolidowanych lub jednostkowych raportów rocznych spółek. Jedynie dane na temat liczby posiedzeń pochodziły ze sprawozdań rad nadzorczych. Analizy danych przeprowadzono z pomocą regresji Poissona w programie Eviews. Dobór metody analizy wynikał ze sposobu pomiaru zmiennej endogenicznej, która była zmienną skokową.

3.2. Zmienne badawcze

Zmienną endogeniczną w badaniu była zmienna aktywność rad nadzorczych mierzona liczbą posiedzeń tego organu w danym roku. Do pomiaru tej zmiennej nie wliczano listownego podejmowania uchwał (uchwał podejmowanych w trybie obiegowym), a także telekonferencji i wideokonferencji (uchwał podejmowanych przy wykorzystaniu środków porozumiewania na odległość) przyjmując za niektórymi, wcześniejszymi badaniami, że trudniej podjąć krytyczną dyskusję, gdy zastosowane są takie środki (Vafeas, 1999; Brick i Chidambaran, 2010). Zmienna ta miała charakter zmiennej skokowej, dlatego do przeprowadzania analizy zależności pomiędzy nią a pozostałymi zmiennymi zastosowano regresję Poissona. Zmienną egzogeniczną był natomiast wskaźnik ROA obliczany jako relacja zysku netto do aktywów razem.

Ponadto w modelu wykorzystano szereg zmiennych kontrolnych: wskaźnik ogólnego zadłużenia, wielkość spółki, własność menedżerska, własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa, liczebność rady nadzorczej, liczba komitetów rady nadzorczej, liczba kobiet w radzie nadzorczej, liczebność zarządu, liczba kobiet w zarządzie, wiek spółki, przemysł oraz rok obserwacji. Dobór tych zmiennych przeprowadzono na podstawie analizy innych badań na temat rad spółek.

Wskaźnik ogólnego zadłużenia mierzony był jako relacja zobowiązań razem i sumy bilansowej. Natomiast do zmierzenia wielkości spółki wykorzystano logarytm naturalny wartości aktywów razem na koniec roku bilansowego.

Własność menedżerska była mierzona jako procentowy udział członków zarządu w strukturze własnościowej spółek (Himmelberg, Hubbard i Palia, 1999). Polskie prawo wymaga od nich, aby w raportach okresowych ujawniali swój bezpośredni i pośredni udział. Nie wymaga jednak tego samego od innych członków najwyższego kierownictwa, którzy nie są członkami zarządu. Członkowie najwyższego kierownictwa nie będący członkami zarządu mają obowiązek ujawniania stanu swojego posiadania jedynie, gdy przekroczą 5% próg udziału we własności. Z tego powodu nie uwzględniono ich przy kalkulacji tej zmiennej. Takie samo podejście zaproponował np. Lasfer (2006). Również własność inwestorów instytucjonalnych był mierzona jako procentowy udział finansowych inwestorów instytucjonalnych (tj. banków firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, fundu-

szy emerytalnych, funduszy venture capital itd.) w strukturach własnościowych wyrażony ułamkiem dziesiętnym. Ze względu na obowiązki publikacyjne, do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano jedynie bloki akcji, które były większe niż 5%. Własność państwa mierzona była jako procentowy (bezpośredni i pośredni) udział Skarbu Państwa w strukturach własnościowych (z wyłączeniem własności poprzez inwestorów finansowych) wyrażony w ułamku dziesiętnym. Także do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano jedynie bloki akcji, które były większe niż 5%.

W modelu jednopoziomowym zmienna liczebność rady była obliczana jako całkowita liczba członków tego organu (Florackis i Ozkan, 2009). W niniejszym badaniu, prowadzonym w modelu dwupoziomowym, zastosowano osobne zmienne dla obu organów statutowych i stąd zmienna ta był obliczana jako całkowita liczba członków rady nadzorczej. Zmienna liczba komitetów rady nadzorczej przedstawia sumę komitetów wyodrębnionych z rady nadzorczej. Ponadto jako osobną zmienną zastosowano liczbę kobiet w radzie nadzorczej.

Zmienna liczba członków zarządu była obliczana analogicznie do zmiennej liczebność rady nadzorczej, czyli jako całkowita liczba członków zarządu, podobnie jak zmienna liczba kobiet w zarządzie.

Wiek spółki był mierzony jako liczba lat jaka upłynęła od debiutu giełdowego. Do opisu sektora zastosowano zmienną przemysł, która była zmienną zero-jedynkową, przyjmującą wartość 1, gdy spółka jest spółką produkcyjną, a 0, gdy nią nie jest. Jako ostatnią zastosowano grupę zmiennych zero-jedynkowych opisujących rok obserwacji.

4. WYNIKI BADAŃ

4.1. Statystyki opisowe

W tabeli 1 znajdują się statystyki opisowe zmiennych wykorzystanych w badaniu. Średnia arytmetyczna aktywności rad nadzorczych (liczby posiedzeń tych organów) wyniosła 6,22 przy medianie wynoszącej 5 posiedzeń. Podobne badania na temat liczebności rad spółek prowadzono w modelu jednopoziomowym. Te badania pokazały, że ze względu na zakres wykonywanych funkcji, liczba posiedzeń rad dyrektorów jest większa niż liczba posiedzeń rad nadzorczych. Np. W badaniach N. Vafeasa (1999), było to 7,45 posiedzeń, a badaniach G. Greco (2010) 9,27 posiedzeń.

Spośród zmiennych opisujących struktury własnościowe najwyższą średnią arytmetyczną miała własność menedżerska (0,2153). Należy jednak podkreślić niską wartość mediany dla tej zmiennej. Wyniosła ona tylko 0,0442. Najwyższe dla tej zmiennej było również odchylenie standardowe, które było równe 0,2737. Średnia arytmetyczna dla zmiennej własność inwestorów instytucjonalnych wyniosła 0,1287, przy medianie 0,0719. Mniej powszechna w badanej próbie była wła-

sność państwa. Średnia arytmetyczna dla tej zmiennej wyniosła tylko 0,0399 przy medianie wynoszącej 0. O ile jednak Skarb Państwa miał udziały w relatywnie niewielkiej liczbie spółek i obserwacji, to miał jednak duży udział w wielu kluczowych dla gospodarki spółkach, np. z sektorów paliwowego, energetycznego, bankowego, surowcowego i chemicznego.

Średnia arytmetyczna dla zmiennej liczebność rady wyniosła 5,7796, przy medianie wynoszącej 5 członków tego organu. Te wyniki pokazują, że większość rad nadzorczych liczyła tylko minimalną, założoną przez kodeks spółek handlowych dla spółek publicznych liczebność. Średnia liczba komitetów w radzie nadzorczej wyniosła 0,7598 (średnia arytmetyczna) przy medianie 0. Te wyniki pokazują, że w ponad połowie obserwacji nie wyodrębniono żadnego komitetu. Dodatkowo średnia arytmetyczna dla zmiennej liczba kobiet w radzie nadzorczej wyniosła 0,7430, a mediana dla tej zmiennej 0, zatem w co najmniej połowie badanych rad nadzorczych nie zasiadała żadna kobieta.

Średnia arytmetyczna dla zmiennej liczebność zarządu wyniosła 3,0801, a mediana 3 członków, zatem w co najmniej połowie zarządów liczba członków zarządu wynosiła 3 lub więcej członków. Warto również podkreślić, że średnia arytmetyczna dla zmiennej liczba kobiet w zarządzie była niższe niż średnia liczba kobiet w radzie nadzorczej. Wyniosła ona 0,3166 (mediana była taka sama, jak w przypadku zmiennej liczba kobiet w radzie nadzorczej i wyniosła 0).

Na koniec statystyki opisowe dla zmiennych opisujących charakterystyki finansowe spółek wyniosły – dla zmiennej niezależnej ROA 0,0167 przy medianie 0,0329, a dla zmiennych kontrolnych wskaźnik ogólnego zadłużenia oraz wielkość spółki odpowiednio 0,4751 (mediana dla wskaźnika ogólnego zadłużenia 0,4597) oraz 19,5385 (mediana dla logarytmu naturalnego aktywów razem wyniosła 19,3561). Dodatkowo średnia arytmetyczna dla zmiennej wiek spółki wyniosła 8,8696 przy medianie 8 lat.

Tabela 1. Statystyki opisowe

Zmienna	Średnia	Mediana	Odch. standardowe
Aktywność rad nadzorczych	6,2253	5	3,398
ROA	0,0167	0,0329	0,1668
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,4751	0,4597	0,2473
Wielkość spółki	19,5385	19,3561	1,6804
Własność menedżerska	0,2153	0,0442	0,2737
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,1287	0,0719	0,1688
Własność państwa	0,0399	0	0,1456
Liczebność rady nadzorczej	5,7796	5	1,3283
Liczba komitetów rady nadzorczej	0,7598	0	1,0191
Liczba kobiet w radzie nadzorczej	0,7430	0	0,9237
Liczebność zarządu	3,0801	3	1,4525
Liczba kobiet w zarządzie	0,3166	0	0,5697
Wiek spółki	8,8696	8	5,5601

4.2. Analiza regresji

W tabeli 2 znajdują się wyniki analizy regresji Poissona. Wpływ na zmienną endogeniczną aktywność rad nadzorczych analizowano osobno w dwóch modelach. W pierwszym modelu zmienną opisującą wyniki był wskaźnik ROA dla bieżącego roku (zmierzony w roku t), a w drugim modelu opóźniony wskaźnik ROA, czyli mierzony w roku poprzedzającym analizę aktywności rad nadzorczych (zmierzony w roku $t-1$).

Przeprowadzone analizy pokazały statystycznie istotne i negatywne relacje pomiędzy wartościami wskaźnika ROA a aktywnością rad nadzorczych ($\beta = -0,2067$, $p < 0,001$), a także wartościami ROA w roku poprzedzającym i tą aktywnością ($\beta = -0,1961$, $p < 0,01$). Wyniki pokazują, że na wzrost liczby posiedzeń rad nadzorczych wpływ mają zarówno wyniki w bieżącym, jak i w roku wcześniejszym, a rady nadzorcze polskich spółek publicznych aktywnie reagują na pogorszenie wyników finansowych. Tym samym potwierdzono hipotezę badawczą.

Ponadto zaobserwowano statystycznie istotne i pozytywne związki pomiędzy wielkością spółki a aktywnością rad nadzorczych w obu modelach, tj. zarówno w modelu z ROA ($\beta = 0,0983$, $p < 0,001$), jak i z ROA mierzonym w roku $t-1$ ($\beta = 0,0974$, $p < 0,001$). Te wyniki pokazują, że liczba posiedzeń rad nadzorczych w większych spółkach jest również większa. Jest to związane ze wzrostem stopnia skomplikowania nadzoru nad spółkami wraz ze wzrostem ich wielkości, co prowadzi do konieczności częstszego organizowania posiedzeń organu nadzoru (Greco, 2010; Menon i i Williams, 1994).

Również zaobserwowano statystycznie istotne związki pomiędzy trzema zmiennymi opisującymi struktury własnościowe a aktywnością rad nadzorczych. Po pierwsze, własność menedżerska była negatywnie powiązana z aktywnością rad nadzorczych zarówno w modelu z ROA ($\beta = -0,2212$, $p < 0,001$), jak i z opóźnionym ROA ($\beta = -0,2214$, $p < 0,001$). Własność menedżerska wpływa zatem negatywnie na liczbę posiedzeń rad nadzorczych polskich spółek publicznych. Jest to zgodne z wynikami wcześniejszych polskich badań, które pokazywały, że wzrost udziału we własności członków zarządów ma negatywny wpływ na rolę rad nadzorczych w spółkach i sprawia, że te organy mają mniejsze możliwości wypełniania swoich funkcji kontrolnych (Bohdanowicz, 2016). Po drugie, własność inwestorów instytucjonalnych wpływała negatywnie na aktywność rad nadzorczych w modelu z opóźnionym ROA ($\beta = -0,1105$, $p < 0,1$). Czym większe było zaangażowanie we własność instytucji finansowych, tym rzadziej spotykały się rady nadzorcze. Z jednej strony te wyniki mogą potwierdzać, że inwestorzy instytucjonalni są stosunkowo biernymi właścicielami (Słomka-Gołębiowska, 2015; Tilba i McNulty, 2013), ale z drugiej strony należy też pamiętać, że ta zależność jest istotna statystycznie tylko w jednym modelu i to przy najmniejszym poziomie istotności. Po trzecie, własność państwa wpływała pozytywnie na aktywność rad nadzorczych zarówno w modelu z ROA ($\beta = 0,4996$, $p < 0,001$), jak i z opóźnionym ROA ($\beta = 0,4981$,

$p < 0,001$). Tym samym wyniki badania pokazały, że wzrost udziału we własności Skarbu Państwa sprawia, iż rady nadzorcze spotykają się na posiedzeniach częściej.

Tabela 2. Analiza regresji Poissona

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienna zależna: Aktywność rad nadzorczych	
	Model 1	Model 2
ROA	-0,2067*** (0,0613)	
ROA (t-1)		-0,1961** (0,0758)
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,0198 (0,0450)	0,0414 (0,0459)
Wielkość spółki	0,0983*** (0,0037)	0,0974*** (0,0037)
Własność menedżerska	-0,2212*** (0,0431)	-0,2214*** (0,0431)
Własność inwestorów instytucjonalnych	-0,1041 (0,0649)	-0,1105† (0,0649)
Własność państwa	0,4996*** (0,0671)	0,4981*** (0,0669)
Liczebność rady nadzorczej	-0,0039 (0,0095)	-0,0023 (0,0095)
Liczba komitetów rady nadzorczej	-0,0192 (0,0117)	-0,0215† (0,0117)
Liczba kobiet w radzie nadzorczej	0,0614*** (0,0114)	0,0630*** (0,0114)
Liczebność zarządu	-0,0445*** (0,0082)	-0,0449*** (0,0082)
Liczba kobiet w zarządzie	0,0554** (0,0181)	0,0565** (0,0181)
Wiek spółki	-0,0028 (0,0020)	-0,0025 (0,0020)
Przemysł	-0,0029 (0,0213)	-0,0017 (0,0213)
Rok 2008	0,1762*** (0,0421)	0,1802*** (0,0421)
Rok 2009	0,1250** (0,0395)	0,1242** (0,0396)
Rok 2010	0,0630 (0,0391)	0,0582 (0,0393)
Rok 2011	0,0576 (0,0380)	0,0572 (0,0380)
Rok 2012	0,0489 (0,0377)	0,0566 (0,0376)
Rok 2013	0,0096 (0,0371)	0,0015 (0,0373)
Rok 2014	0,0063 (0,0368)	0,0016 (0,0367)

Uwagi: † $p < 0,1$; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$; *** $p < 0,001$. W nawiasach przedstawiony został błąd standardowy.

Zaobserwowano także kilka statystycznie istotnych związków pomiędzy zmiennymi opisującymi organy statutowe a aktywnością rad nadzorczych. Po pierwsze, liczba komitetów rady nadzorczej wpływała negatywnie na aktywność tych organów w modelu z opóźnionym ROA ($\beta = -0,0215$, $p < 0,1$). Ta zależność jest związana z przejęciem części obowiązków przez komitety i wypracowywaniem rozwiązań w trakcie ich posiedzeń. Oczywiście za wszystkie efekty pracy komitetów odpowiada w całości rada, ale ten organ może w krótszym czasie omówić problemy poruszone w trakcie prac komitetów. Po drugie, liczba kobiet w radzie nadzorczej wpływała pozytywnie na aktywność rad nadzorczych w obu modelach, tj. modelu z ROA ($\beta = 0,0614$, $p < 0,001$) oraz z opóźnionym ROA ($\beta = 0,0630$, $p < 0,001$). Tym samym w radach nadzorczych, gdzie jest więcej kobiet, liczba posiedzeń tych organów wzrasta. Po trzecie, liczebność zarządu wpływała negatywnie na aktywność rad nadzorczych w modelu z ROA ($\beta = -0,0445$, $p < 0,001$), jak i z opóźnionym ROA ($\beta = -0,0449$, $p < 0,001$), czyli rady nadzorcze liczniejszych zarządów spotykały się rzadziej. Po czwarte, liczba kobiet w zarządzie wpływała pozytywnie na aktywność rad nadzorczych w modelu z ROA ($\beta = 0,0554$, $p < 0,01$), jak i opóźnionym ROA ($\beta = 0,0565$, $p < 0,01$). Tym samym rady nadzorcze tych spółek, w których zarządach zasiadało więcej kobiet, spotykały się częściej.

Na koniec, również dwie zmienne zero-jedynkowe opisujące rok obserwacji wpływały w sposób istotny statystycznie i pozytywnie na aktywność rad nadzorczych. Były to zmienne rok 2008 ($\beta = 0,1762$, $p < 0,001$ w modelu z ROA oraz $\beta = 0,1802$, $p < 0,001$ w modelu z opóźnionym ROA), a także rok 2009 ($\beta = 0,1250$, $p < 0,01$ w modelu z ROA oraz $\beta = 0,1242$, $p < 0,01$ w modelu z opóźnionym ROA). Te wyniki wskazują, że kryzys finansowy wpływał na postrzeganie przez rady nadzorcze zagrożeń dla spółek i w pierwszej jego fazie te organy statutowe zachowywały się aktywniej, a ich członkowie spotykali częściej na posiedzeniach.

5. PODSUMOWANIE I WNIOSKI Z BADAŃ

Celem badań przedstawionych w niniejszym artykule było określenie relacji pomiędzy wynikami finansowymi polskich spółek publicznych mierzonymi wskaźnikiem ROA a liczbą posiedzeń rad nadzorczych. Badanie tej relacji wypełniało lukę badawczą, gdyż dotychczas nie przeprowadzono podobnych analiz w polskich spółkach publicznych i modelu dwupoziomowym organów statutowych. Na podstawie przeprowadzonej analizy regresji Poissona możliwe było stwierdzenie występowania negatywnej zależności pomiędzy wartościami tego wskaźnika w bieżącym roku, jak i roku poprzedzającym, a tak mierzoną aktywnością rad. Pozwala to na potwierdzenie założonej hipotezy oraz stwierdzenie, iż rady nadzorcze polskich spółek publicznych stają się aktywniejsze, gdy wyniki finan-

sowe spółek pogarszają się. Taki rezultat badań pozwala na pogłębienie oceny tych organów. W niektórych polskich opracowaniach, przytoczonych również w niniejszym opracowaniu, stwierdzono, że te organy są postrzegane jako bierne. Przedstawione badania dają podstawy do stwierdzenia, iż stają się one aktywniejsze w przypadku, gdy sytuacja finansowa spółek się pogarsza. Można za M. Mizruchim (1983) nazwać rady nadzorcze ostatecznymi centrami kontroli, które biorą odpowiedzialność za spółki i aktywniej realizują swoją funkcję nadzorczą wtedy, gdy sytuacja spółki pogarsza się.

Wyniki opisanych w niniejszym opracowaniu badań pokazują także, w jakim stopniu rady nadzorcze polskich spółek publicznych biorą udział w rozwiązywaniu problemu agencji. Przede wszystkim chodzi tu o ponoszone przez spółki koszty monitorowania, które wiążą się z funkcjonowaniem tych organów (Jensen i Meckling, 1976). Można stwierdzić, że organy te, jako wewnętrzne mechanizmy ładu korporacyjnego, starają się brać udział w ograniczaniu problemu agencji.

Przedstawione badania wpisują się w polskie i światowe rozważania na temat wewnętrznego ładu korporacyjnego. W wielu z nich podkreślano bierność rad (Jensen, 1993; Jeżak, 2010), która przede wszystkim wynika z rozwiązań prawnych i ustawowego określenia roli tych organów. W badaniach opisanych w niniejszym opracowaniu pokazano, że już w ramach rozwiązań wprowadzonych przez kodeks spółek handlowych i statuty spółek, rady nadzorcze starają się być w określonych warunkach aktywne. Na osobne rozważania zasługuje problem samych zmian polskiego systemu ładu korporacyjnego i zwiększenia elastyczności rozwiązań prawnych, które pozwoliłyby na większe zaangażowanie członków rad nadzorczych, czy ewentualnie zewnętrznych członków rad, gdyby w ślad za wieloma krajami wprowadzono w Polsce model opcjonalny (wybór pomiędzy modelem jednopoziomowym i dwupoziomowym już na poziomie spółek), w kreowaniu strategii spółek, a tym samym zwiększenie aktywności rad rozumiane jako rozszerzenie ich funkcji (Jeżak i Bohdanowicz, 2016).

Na koniec warto również dodać, że przedstawione analizy i wyniki dają podstawy do wskazania dalszych kierunków badań. Po pierwsze, kolejne badania powinny uwzględnić wpływ na opisywaną w niniejszym opracowaniu relację różnych uwarunkowań wyników finansowych polskich spółek. Chodzi tu zarówno o uwarunkowania zewnętrzne (np. makroekonomiczne, czy sektorowe) i wewnętrznych (np. kapitał intelektualny spółki, czy jej kluczowe kompetencje). W niniejszym opracowaniu nie wszystkie takie uwarunkowania uwzględniono, co może prowadzić do ograniczeń we wnioskowaniu. Po drugie, kolejne badania powinny również uwzględnić relację pomiędzy aktywnością rad nadzorczych a wynikami mierzonymi miarami rynkowymi (np. wskaźnik Q Tobina, czy wskaźnik wartość rynkowa/wartość księgową). Niektóre badania w zakresie ładu korporacyjnego wskazywały, że wpływ miar księgowych i miar rynkowych na jego mechanizmy, może się różnić w poszczególnych systemach corporate governance (Conyon i He, 2014). Takie badania mogłyby wypełnić kolejne luki.

LITERATURA

- Bohdanowicz, L. (2016). *Własność menedżerska w polskich spółkach publicznych*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Brick, I.E., Chidambaran, N.K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 533-553.
- Burkart, M., Gromb, D., Panunzi, D. (1997). Large shareholders, monitoring, and value of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728.
- Carcello, J.V., Hermanson, D.R., Neal, T.L., Riley, R.A. (2002). Board characteristics and audit fees. *Contemporary Accounting Research*, 19(3), 365-384.
- Conger, J.A., Finegold, D., Lawler, E. (1998). Appraising board performance. *Harvard Business Review*, January–February, 136-148.
- Conyon, M., He, L. (2014). CEO Turnover in China: The Role of Market-Based and Accounting Performance Measures. *European Journal of Finance*, 20 (7-9), 657-680.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Florackis, Ch., Ozkan, A. (2009). The Impact of Managerial Entrenchment on Agency Costs: An Empirical Investigation Using UK Panel Data. *European Financial Management*, 15(3), 497-528.
- Greco, G. (2010). Determinants of board and audit committee meeting frequency: Evidence from Italian companies. *Managerial Auditing Journal*, 26(3), 208-229.
- Himmelberg, Ch.P., Hubbard, R.G., Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Horváth, R., Spirollari, P. (2012). Do the Board of Directors' Characteristics Influence Firm's Performance? The U.S. Evidence. *Prague Economic Papers*, 4, 470-486.
- Jensen, M., (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jeżak J. (2010). *Ład korporacyjny: Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*. Warszawa: C.H. Beck.
- Jeżak, J., Bohdanowicz, L. (2016). Zmiany polskiego modelu organów statutowych spółek w kontekście tendencji występujących w krajach Unii Europejskiej. *Zarządzanie i Finanse*, 14(2/2), 7-20.
- Koładkiewicz, I. (2013). *Rady nadzorcze – dobre praktyki ładu korporacyjnego: Doświadczenia polskie i zagraniczne*. Warszawa: Poltext.
- Lasfer, M.A. (2006). The Interrelationship Between Managerial Ownership and Board Structure. *Journal of Business and Accounting*, 33(7-8), 1006-1033.
- Laksamana, I. (2008). Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary Accounting Research* 25(4), 1147-1182.
- Lipton, M., Lorsch, J.W. (1992). A model proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Mace, M. (1971). *Directors: Myth and reality*. Boston, MA: Harvard Business School.

- Menon, K., Williams, J.D. (1994). The use of audit committees for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(2), 121-139.
- Mizruchi, M. (1983) Who controls whom? An examination between management and boards of directors in large American corporations. *Academy of Management Review*, 8(3), 426-435.
- Ntim, C.G., Osei, K.A. (2011). The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa. *African Review of Economics and Finance*, 2(2), 83-103.
- Oviatt, B. (1988). Agency and Transaction Cost Perspectives on the Manager-shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interest. *Academy of Management Review*, 13(2), 214-225.
- Sahu, T.N., Manna, A. (2013). Impact of Board Composition and Board Meeting On Firms' Performance: A Study of Selected Indian Companies. *Vilakshan, XIMB Journal*, 10 (2), 99-112.
- Słomka-Golebiewska, A. (2015). Great Expectations from Pension Fund Activism: Insight from Poland. In: S. Boubaker, D. K. Nguyen (eds.). *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Emerging Markets Focus*. Singapore: World Scientific Publishing.
- Stiles, P., Tylor, B. (2002). *Boards at Work: How directors view their roles and responsibilities*. Oxford: Oxford University Press.
- Tilba, A., McNulty, T. (2013). Engaged versus Disengaged Ownership: The Case of Pension Funds in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 165-182.
- Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. Oxford: Oxford University Press.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142.
- Zona, F., Zattoni, A., Minichilli, A. (2013). A Contingency Model of Boards of Directors and Firm Innovation: The Moderating Role of Firm Size. *British Journal of Management*, 24, 299-315.

FIRM PERFORMANCE AND SUPERVISORY BOARD'S ACTIVITY: EVIDENCE FROM POLISH LISTED COMPANIES

Summary

This article deals with the supervisory boards' activity of Polish companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Its purpose is to determine the relationship between firm performance measured by ROA and this activity. Poisson regression analysis conducted on a sample of 1611 observations in 356 companies between 2008 and 2015 showed that there are statistically significant and negative relationships between the ROA values measured both in the current and previous year and the supervisory boards' meeting frequency. Thus, the results of the study confirmed that these bodies are becoming more active in the face of the deteriorating financial results of companies and are trying to be effective mechanisms for mitigating the agency's conflict.

Keywords: corporate boards, agency theory, supervisory boards' activity, firm performance

