

Rynkowa ocena ładu korporacyjnego w spółkach publicznych – przegląd wyników badań

Agnieszka Perepeczo*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu był przegląd wyników badań reakcji akcjonariuszy na zdarzenia związane z ładem korporacyjnym w spółkach publicznych przeprowadzonych na rynkach rozwiniętych oraz w Polsce. Innymi słowy, celem było poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, które ze zdarzeń oraz które czynniki kształtujące ład korporacyjny w spółkach są postrzegane przez rynek jako determinanty kreacji wartości, a które nie.

Metodologia badania – W artykule na wstępie przedstawiono złożoną tematykę ładu korporacyjnego i scharakteryzowano funkcjonujące modele na świecie. W dalszej części dokonano przeglądu badań reakcji akcjonariuszy, kolejno na zmiany regulacji prawnych w zakresie *corporate governance*, zmiany w składzie zarządów, w tym objęcie stanowisk kierowniczych przez kobiety oraz zmiany w strukturze właścicielskiej.

Wynik – Wyniki przeprowadzonego studium literatury wskazują, że to co dzieje się w firmie, pomimo braku wymiaru finansowego, może mieć wpływ na wartość rynkową spółki i stopy zwrotu realizowane przez akcjonariuszy. Ze względu na złożoność tematyki ładu korporacyjnego reakcja akcjonariuszy zależy od towarzyszących okoliczności, utartych tradycji, zachowań kulturowych, uwarunkowań gospodarczych i wielu innych czynników.

Oryginalność/wartość – Na rynku polskim jest luka w zakresie oceny rynkowej ładu korporacyjnego. Wiele pytań nadal pozostaje bez odpowiedzi. Przegląd obserwacji na rynkach rozwiniętych jest podstawą do aplikacji i poszukiwań podobnych zależności wśród polskich spółek publicznych.

Słowa kluczowe: ład korporacyjny, ocena rynkowa, dodatkowe stopy zwrotu

Wprowadzenie

Na rynku amerykańskim pierwsze lata XXI w. były burzliwym początkiem kolejnego tysiąclecia. Inwestorzy, pracownicy, wierzyciele, kontrahenci i pozostali interesariusze byli świadkami spektakularnych bankructw, w tym Enronu i Worldcomu oraz wielu innych spółek (Jackson 2008). Wielu z nich straciło cały dorobek swojego życia, przede wszystkim na skutek kreatywnej rachunkowości prowadzonej przez dyrektorów zarządzających. Jednak nie tylko oni nadwyreżyli zaufanie inwestorów. Wiarygodność ocen agencji ratingowych została podważona, a niezależność firm audytorskich okazała się fikcją. Bańka pękła i początkowo kryzys zapanował tylko na amerykańskim rynku kapitałowym, by następnie przenieść się w globalnym świecie w inne rejony geograficzne.

* dr Agnieszka Perepeczo, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Zarządzania Finansami, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: perepeczo@wneiz.pl.

Wydarzenia te zbiegły się w czasie z debatami wielu instytucji światowych i narodowych związanych z rynkami kapitałowymi nad kodeksami ładu korporacyjnego. Fala skandali finansowych przyspieszyła przebieg prac. Koniecznym było przywrócenie zaufania inwestorów, zaostrzenia odpowiedzialności korporacyjnej i zawodowej. Pierwszym krokiem w USA było uchwalenie w lipcu 2002 roku Ustawy Sarbanesa-Oxleya (SOX) i przeprowadzenie szeregu reform nadzoru właścicielskiego i zasad raportowania informacji finansowych. Na rynku europejskim kolejne państwa i instytucje zajmujące się publicznym obrotem papierami wartościowymi przyjmowały kodeksy ładu korporacyjnego. W 2002 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, zgodnie z wytycznymi OECD, Banku Światowego i Komisji Europejskiej również przyjęła pierwszy Kodeks Dobrych Praktyk. Polski kodeks ładu korporacyjnego, tak jak wiele innych na świecie, ma charakter prawa miękkiego. Przestrzeganie zasad nie jest obligatoryjne, ale brak zgodności z nimi może skutkować wycofaniem się inwestorów z danej spółki.

Rodzaj systemu ładu korporacyjnego zależy od miejsca umiejscowienia kontroli. Takim miejscem oceny skuteczności działania firmy, w tym także jej ładu korporacyjnego w systemach zewnętrznych, jest rynek kapitałowy. Na podstawie informacji płynących ze spółek inwestorzy podejmują decyzję o alokacji wolnego kapitału. Jedne decyzje są oceniane pozytywnie, inne są postrzegane negatywnie. Damodaran (2005) podkreślał, że kluczem do sukcesu w decyzjach inwestycyjnych i zarządzaniu majątkiem jest nie tylko wiedza, ale i identyfikacja czynników wartości. Celem artykułu jest przegląd wyników badań reakcji akcjonariuszy na zdarzenia związane z ładem korporacyjnym w spółkach publicznych przeprowadzonych na rynkach rozwiniętych oraz w Polsce. Innymi słowy, celem jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, które ze zdarzeń oraz które czynniki kształtujące ład korporacyjny w spółkach są postrzegane przez rynek jako determinanty kreacji wartości, a które nie. Na wstępie artykułu zasygnalizowano złożoność tematyki ładu korporacyjnego. W dalszej części dokonano przeglądu badań reakcji akcjonariuszy na wybrane zdarzenia, takie jak: zmiany regulacji prawnych w zakresie *corporate governance*, zmiany w składzie zarządów, w tym objęcie stanowisk kierowniczych przez kobiety oraz zmiany w strukturze właścicielskiej.

1. Istota i modele *corporate governance*

Nie ma jednej definicji *corporate governance*, inaczej ładu korporacyjnego. Pojęcie to jest zróżnicowane i zależne od tradycji kulturowych, historycznych oraz uwarunkowań gospodarczych, prawnych i społecznych danego regionu geograficznego. Zawsze jednak charakterystyka i zrozumienie pojęcia ładu korporacyjnego, sprowadza się do odpowiedzi na kolejne pytania: co jest priorytetowym celem działalności spółki, w czyim interesie ona działa, która grupa interesów powinna mieć kontrolę i jak ma być ona sprawowana (Jeżak 2010: 117).

Nawiązując do neoklasycznej teorii finansów, odpowiedzi wydają się być bardzo proste, gdyż celem każdej spółki powinna być maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy i działanie w interesie akcjonariuszy. To właśnie akcjonariusze powinni sprawować nad nią kontrolę odpowiednio przez rynek i/lub przez organ nadzorczy. Tak m.in. definiowali ład korporacyjny twórcy teorii agencji Jensen i Meckling (1976). Ich zdaniem nadzór korporacyjny koncentruje się na badaniu powiązań pomiędzy właścicielami firmy a najętymi przez nich agentami, którzy w imieniu właścicieli zarządzają firmą i mają obowiązek maksymalizowania stanu posiadania jej właścicieli.

Współczesne przedsiębiorstwo jest często bardzo dużym złożonym organizmem, wielką korporacją, posiada osobowość prawną, wielu inwestorów zewnętrznych instytucjonalnych i indywidualnych, a zarazem ostry rozdział pomiędzy własnością i kontrolą. Charakter współczesnych korporacji i globalizacja rynków sprawiły, że centrum problematyki *corporate governance* przesunęło się w kierunku zagadnień ochrony praw akcjonariuszy i wierzycieli oraz regulacji rynku kapitałowego. W drugiej połowie XX w. narodziła się perspektywa interesariuszy (*stakeholders*) i zastąpiła klasyczne spojrzenie, perspektywę właścicielską. Współcześnie to interesariusze zewnętrzni powinni współpracować i uczestniczyć w procesach podejmowania decyzji na zasadzie wzajemnego zaufania oraz przestrzegania określonych standardów etycznych. W grupie interesariuszy znajdują się klienci, dostawcy, wierzyciele, banki, pracownicy, społeczność lokalna, związki zawodowe, państwo, opinia publiczna i inni. Każda z grup kieruje się własnymi interesami, które łączy jeden wspólny – rozwój przedsiębiorstwa. Współcześnie coraz częściej wskazuje się, że celem podmiotów gospodarczych nie ma być tylko maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy, ale pogodzenie innych celów we wroście przedsiębiorstwa.

Z takim postrzeganiem ładu korporacyjnego wydaje się być zgodna definicja OECD, gdzie nadzór korporacyjny dotyczy zależności pomiędzy kierownictwem spółki, jej organami oraz akcjonariuszami i pozostałymi grupami udziałowymi. Określa on strukturę, za pośrednictwem której ustala się cele podmiotu gospodarczego i środki ich realizacji, a także narzędzia monitorowania wyników działania (Jeżak 2010: 118).

Nie oznacza to, że pierwotne podstawy teoretyczne ładu korporacyjnego nie mają już dzisiaj racji bytu. Skala naruszeń prawnych i spowodowanie strat wielu grup interesariuszy przez kadrę zarządzającą w okresie „bańki telekomunikacyjnej” oraz liczne bankructwa były dość wymowne. Najtrudniejszym ogniwem do kontrolowania jest klasyczna relacja pomiędzy agentem i pryncypałem, akcjonariuszami i menedżerami, a we współczesnym przedsiębiorstwie pomiędzy szeroką grupą interesariuszy a zarządami spółek. Teoria agencji była, jest i będzie podstawą ładu korporacyjnego. Będzie również istniało zjawisko asymetrii informacji, które dzięki mechanizmom ładu korporacyjnego możemy ograniczać, ale niestety nie wyeliminować.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się kilka modeli ładu korporacyjnego, wśród nich amerykański i brytyjski (Jeżak 2010: 166–170), które mają wiele cech wspólnych, stąd też niejednokrotnie określa się je wspólnym pojęciem modelu anglo-amerykańskiego

(Jerzemowska 2002: 91) lub anglosaskiego. W modelu amerykańskim podstawowym interesariuszem jest akcjonariusz, a uwaga jest skoncentrowana na relacji pomiędzy akcjonariuszami a radą dyrektorów. Celem spółki jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy, natomiast pozostałe grupy interesariuszy są traktowane marginalnie. Podobnie, ale z pewnymi różnicami, jest w modelu angielskim. Jedną z nich jest to, że rada dyrektorów nie jest odpowiedzialna wobec akcjonariuszy, lecz wobec spółki jako osoby prawnej. W obu tych modelach pojmowanie ładu korporacyjnego jest zbieżne z definicją twórców teorii agencji.

W Europie Kontynentalnej uwarunkowania historyczne i gospodarcze rzutowały na nieco inny obraz ładu korporacyjnego niż na rynkach amerykańskim i brytyjskim. W teorii wymienia się dwa modele funkcjonujące w Europie: niemiecki i łańciski (Jeżak 2010: 171–175). W pierwotnym modelu niemieckim celem była ochrona akcjonariuszy oraz pracowników korporacji. Dzisiaj korporacje wraz z rozwojem nowych instrumentów finansowych wychodzą z ochrony pracowników. System zarządzania jest dwupoziomowy, kontrola ma charakter wewnętrzny i jest sprawowana przez radę nadzorczą, w której pracownicy mogą mieć swojego reprezentanta. Z kolei model łańciski jest pośrednim rozwiązaniem pomiędzy modelem amerykańskim i niemieckim. Akcjonariusze mają większy wpływ na działalność spółki niż w modelu niemieckim, ale prawa akcjonariuszy mniejszościowych nie są tak chronione jak w modelu amerykańskim. Należy jeszcze tutaj wymienić rynek azjatycki i model japoński ładu korporacyjnego, który jest odmienny od pozostałych modeli, ale też zmierza ze zmianami w kierunku liberalnego rynku i modelu amerykańskiego.

Przedstawione modele są dynamiczne. Wraz ze zmieniającymi się potrzebami rynku ewoluują one przede wszystkim w kierunku modelu anglo-amerykańskiego. Jednakże słaba kontrola zewnętrzna na rynku amerykańskim nie uchroniła przed naruszeniem praw akcjonariuszy. Koniecznym było wprowadzenie elementów kontroli wewnętrznej podobnej do rozwiązań europejskich. Procesy globalizacji na świecie, a w Europie zjednoczenie, sprawiają, że różnice pomiędzy modelami będą się zmniejszały. Należy jednak pamiętać, że na ład korporacyjny składa się też kultura organizacji ściśle powiązana z tradycjami narodowymi. Ze względu na różnice kulturowe rozbieżności *corporate governance* będą istniały nadal.

Pojęcie gospodarcze *corporate governance* jest pojemne. Zagadnienia poruszane w obligatoryjnych regulacjach prawnych dotyczą organów spółki i relacji pomiędzy nimi. W kodeksach ładu korporacyjnego poruszane są kwestie relacji organów spółki z mikro- i makrootoczeniem, z poszczególnymi grupami interesariuszy. Do zagadnień tych dochodzą rozwiązania systemowe dotyczące zasad obrotu papierami wartościowymi, obowiązków informacyjnych oraz działań minimalizujących konflikty interesów w spółkach. Innymi słowy, ład korporacyjny to zasady funkcjonowania zarządu, rady nadzorczej lub rady dyrektorów, zgromadzenia akcjonariuszy, wynagradzania menedżerów, parytet na stanowiska kierownicze i wynikająca z niego obecność kobiet w zarządzie oraz radzie nadzorczej; to także zasady wyboru audytora, struktura akcjonariatu, powiązania kapitałowe, obowiązki informacyjne i inne aspekty związane ze sprawnym działaniem przede wszystkim spółek publicznych.

2. Reakcja akcjonariuszy na zmiany regulacji prawnych

Z punktu widzenia akcjonariuszy zmiana regulacji prawnych dotyczących ładu korporacyjnego może oznaczać ograniczenie ich dotychczasowych praw lub rozszerzenie, w zależności od tego, czy jest to akcjonariusz mniejszościowy, czy większościowy. Jak już wspominało na wstępie, pierwsze lata XXI w. owocowały w szereg zmian prawnych dotyczących ładu korporacyjnego na świecie. Odpowiedzi na pytanie, jak inwestorzy oceniali te zdarzenia i jakie korzyści lub straty ponosili z tego tytułu, znajdujemy w licznych badaniach reakcji akcjonariuszy przede wszystkim na rynku amerykańskim.

Jedną z tego typu prac były badania przeprowadzone przez Jaina i Rezaeaa (2006), którzy analizowali wpływ 12 zdarzeń legislacyjnych związanych z Ustawą SOX na realizowane anormalne dodatkowe stopy zwrotu w trzydniowym oknie obserwacji na podstawie indeksów rynkowych. Zdarzenia te zostały podzielone na trzy grupy: a) zdarzenia, które nie miały wpływu, były neutralne wobec możliwości uchwalenia ustawy, b) zdarzenia niekorzystne, które zmniejszały prawdopodobieństwo przyjęcia regulacji, c) zdarzenia pozytywne zwiększające prawdopodobieństwo uchwalenia ustawy. Zbadano, czy rynek pozytywnie (negatywnie) reaguje na legislacyjne zdarzenia, które zwiększają (obniżają) prawdopodobieństwo wprowadzenia aktu prawnego. Uzyskane wyniki anormalnych stóp zwrotu potwierdziły wstępne założenia autorów. Pozytywną reakcję akcjonariuszy odnotowano na uchwalenie Ustawy SOX przez Kongres Stanów Zjednoczonych Ameryki oraz zatwierdzenie aktu przez Prezydenta USA. Uzyskane dodatkowe stopy zwrotu były najwyższe dla tych zdarzeń i statystycznie istotne. Jednocześnie w cytowanych badaniach analizowano czynniki kształtujące uzyskane anormalne stopy zwrotu w oknie $(-1, +1)$. Rezultaty tej części badań wskazywały, że reakcja była przede wszystkim pozytywna w przypadku firm, które miały uporządkowane zasady ładu korporacyjnego jeszcze przed wprowadzeniem Ustawy SOX.

Zbliżone tematycznie badania dotyczące reakcji rynku na zdarzenia związane z procesem legislacyjnym Ustawy SOX przeprowadził Zhang (2007). Badał on 17 zdarzeń dotyczących zmiany regulacji prawnych w trzydniowym oknie zdarzenia, a próba badawcza obejmowała spółki amerykańskie i zagraniczne. Skumulowane dodatkowe stopy zwrotu, uzyskane dla wszystkich zdarzeń łącznie, obliczone dwoma podejściami, były ujemne od $-6,74\%$ do $-5,89\%$, jednakże nieistotne statystycznie. Pozytywną i istotną reakcję odnotowano na przyjęcie Ustawy SOX na poziomie od $4,25\%$ do $4,51\%$. Natomiast negatywną i statystycznie istotną reakcję odnotowano na zdarzenie, które miało miejsce na początku lutego 2002 roku, kiedy to Sekretarz Stanu poinformował opinię publiczną o konieczności wprowadzenia zmian. Dodatkowe stopy zwrotu ukształtowały się wówczas na poziomie około -3% . Ponadto w momencie, kiedy w lipcu 2002 roku, tuż przed zatwierdzeniem Ustawy SOX, republikanie wycofali się ze stanowiska za jej przyjęciem, dodatkowe stopy osiągnęły najniższą wartość od $-6,38\%$ do $-4,94\%$.

Przytoczone wyniki empiryczne to nie jedyne studia dotyczące zmian w regulacjach *corporate governance*. Należy jeszcze wspomnieć, że problematyką zajmowali się także Choi i inni (2008) oraz Larcker i inni (2011). Pierwszy z wymienionych zespołów badawczych analizował zdarzenia dotyczące uchwalenia Ustawy SOX oraz wpływ ochrony akcjonariuszy na anormalne stopy zwrotu. Uzyskane rezultaty wskazywały, że spółki charakteryzujące się słabą ochroną akcjonariuszy odnotowały pozytywne dodatkowe stopy zwrotu, kiedy ustawa została uchwalona w przeciwieństwie do spółek, w których prawa akcjonariuszy były już wcześniej respektowane. Zdaniem autorów to właśnie spółki, gdzie ochrona praw akcjonariuszy była niska, zyskały najwięcej na reformie ładu korporacyjnego.

Drugi z wymienionych zespołów, Larcker i inni (2011), analizował wpływ 18 regulacji – zdarzeń dotyczących wynagrodzeń kadry zarządczej oraz udzielania pełnomocnictwa na rynku amerykańskim w latach 2007–2009. Ograniczenia wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych i rozszerzanie prawa do udzielania pełnomocnictwa było źródłem kreacji wartości dla akcjonariuszy, w przeciwieństwie do rozwiązań opartych na kontraktach menedżerskich i systemie premiowania w oparciu o maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. W tym drugim przypadku te rozwiązania dewaluowały wartość firmy.

Nawiązując do rynku europejskiego, czy też polskiego, to brak tak spektakularnych zdarzeń na rynkach kapitałowych, jak w przypadku rynku amerykańskiego sprawił, że procesy wprowadzania kodeksów ładu korporacyjnego dla spółek publicznych nie budziły tyle emocji wśród akcjonariuszy. W tym obszarze badawczym jest luka na obu rynkach.

3. Reakcja akcjonariuszy na zmiany w zarządzie spółek

Jednym z najczęściej poruszanych problemów badawczych z zakresu ładu korporacyjnego jest funkcjonowanie zarządu, jego wynagrodzenie, struktura, zmiany osobowe, w tym objęcie stanowiska przez kobietę. Ponownie najbardziej obfitym w badania empiryczne z tego zakresu jest rynek amerykański, ale nie jedynym. Lista publikacji jest znacznie dłuższa niż w przypadku badań reakcji na zmiany legislacyjne.

Zmiana w składzie zarządu spółki może być wynikiem kilku okoliczności, w tym powołania na stanowisko, rezygnacji, zwolnienia, odejścia na emeryturę czy też śmierć. To ostatnie z wymienionych zdarzenie może mieć charakter nagły i nieoczekiwany i już w latach 80-tych było przedmiotem zainteresowań studiów empirycznych. Jednym z nich były badania przeprowadzone przez Worrella i innych (1986), w których autorzy zakładali na wstępie, że śmierć kluczowego członka zarządu wiąże się z utratą wartości dla akcjonariuszy. Badana próba liczyła 127 tego typu zdarzeń, które miały miejsce w latach 1967–1981 na rynku amerykańskim, w tym podgrupa dotycząca 23 dyrektorów generalnych (CEOs). Autorzy, wzorując się na modelu analizy zdarzenia opracowanym przez Famę i innych (1969), zastosowali model rynkowy. Całe okno obserwacji obejmowało 90 dni przed i 30 dni po ogłoszeniu informacji w prasie. Anormalna stopa zwrotu w oknie zdarzenia (–90, 0) była ujemna dla całej badanej populacji na poziomie –0,61% a dodatnia

po zdarzeniu w przedziale (0, +30) z wartością 1,56%, w odróżnieniu od podgrupy badawczej dyrektorów generalnych, gdzie spadek dodatkowych stóp zwrotu był kontynuowany także po zdarzeniu i w całym oknie obserwacji (-90, +30), miernik CAR osiągnął poziom -9,36%. W sytuacji, kiedy dane zdarzenie dotyczyło osób, które pełniły jednocześnie funkcję dyrektora generalnego oraz przewodniczącego rady dyrektorów, dodatkowe stopy zwrotu były w całym oknie obserwacji dodatnie na poziomie 3,83%. Kiedy jednak informacja dotyczyła tylko osoby przewodniczącego rady dyrektorów, w okresie poprzedzającym zdarzenie zaobserwowano początkowo spadek miernika CAR, a następnie jego wzrost do poziomu 2,62%. Wnioski z cytowanych badań wskazują, że reakcja akcjonariuszy jest zależna od stanowiska, które dana osoba zajmuje. Negatywna reakcja na śmierć dyrektora generalnego jest z punktu widzenia akcjonariuszy największą stratą dla wartości spółki. Niestety nie dla wszystkich wyników potwierdzona została ich istotność statystyczna.

Przytoczone powyżej badania reakcji na odejście w wyniku śmierci członka zarządu to nie jedyne na rynku amerykańskim. W swoich badaniach Nguyen i Nielsen (2009) zaobserwowali, że w wyniku nagłej śmierci niezależnego dyrektora następuje spadek cen akcji. Miernik CAR w czterodniowym oknie (-1, +2), wyniósł blisko -1%. Częstszym jednak tematem badawczym były pozostałe możliwe okoliczności zmiany osób na stanowiskach kierowniczych, a wśród nich rezygnacja członka zarządu. W badaniach przeprowadzonych przez Furtado i Rozeffa (1987) zaobserwowano wzrost akcji w ciągu dwóch dni po ogłoszeniu przez radę dyrektorów informacji o przymusowej rezygnacji top menedżera. Jednakże ich próba badawcza liczyła jedynie 11 takich przypadków dla spółek amerykańskich na przestrzeni ośmiu lat. Również spadek ceny akcji na wymuszoną rezygnację osoby zajmującej wysokie stanowisko wśród kadry zarządzającej znajdujemy w wynikach badań Warnera i innych (1988), jako ocenę rynku przez pryzmat pogorszenia się sytuacji firmy w przyszłości. W przyjętej grupie badawczej określenie kadry zarządzającej było bardzo szerokie i tylko jeden przypadek dotyczył rezygnacji top menedżera. Z kolei Weisbach (1988) w podsumowaniu swoich badań wskazał, że rada składająca się z dyrektorów zewnętrznych łatwiej podejmuje decyzję o odwołaniu dyrektora generalnego (CEO), a tym samym odwołując zły zarząd, podnosi wartość firmy.

Wśród licznych przykładów oceny rynkowej rezygnacji członka zarządu znajdują się badania dotyczące polskiego rynku kapitałowego, przeprowadzone przez Gurgula i Majdosza (2007). Autorzy analizowali wpływ rezygnacji na ceny rynkowe spółek notowanych na GPW SA. W badaniach przeprowadzono analizę zdarzenia w krótkim oknie obserwacji od -5 do +5 dni. Dniem zdarzenia było podanie po raz pierwszy do publicznej wiadomości informacji o rezygnacji. Badana próba obejmowała 60 zdarzeń w spółkach notowanych na rynku podstawowym w okresie od stycznia 2000 do czerwca 2005. Dodatkowe stopy zwrotu zostały obliczone na podstawie modelu rynkowego. Wyniki zostały zaprezentowane jako średnie dzienne dodatkowe stopy zwrotu. Rezultaty uzyskane przed zdarzeniem w dniach $t = -4$, -2 oraz -1 , jak również w dniu $t = +4$ były dodatnie. W pozostałych dniach średnie dzienne dodatkowe stopy zwrotu były negatywne na poziomie $-1,006\%$ w $t = 0$

oraz $-1,068$ w $t = +3$. Weryfikacja statystycznej istotności wyników potwierdzona została odpowiednio dla wartości uzyskanych w dniach $t = -2, 0$ oraz $+2$. W podsumowaniu Grugul i Majdosz wskazują, że prawdopodobną przyczyną zaobserwowanych pozytywnych reakcji w przedziale przed zdarzeniem jest traktowanie rezygnacji ze stanowiska jako próbę rozwiązania problemów w firmie. Po informacji akcjonariusze mniejszościowi reagują negatywnie, traktując rezygnację jako utratę kapitału ludzkiego. Jednakże, sumując uzyskane przez autorów dzienne wyniki w całym oknie obserwacji, otrzymamy wartość zagregowaną CAAR na poziomie $-1,698\%$, co wskazuje na fakt, że średnio akcjonariusze negatywnie ocenili rezygnację członka zarządu ze stanowiska.

Ponadto autorzy w cytowanych badaniach w celu wyeliminowania autokorelacji w modelu rynkowym przeprowadzili kalkulację zestandaryzowanych dodatkowych stóp zwrotu wg modelu rynkowego uwzględniającego *GARCH (1,1) error term* zaproponowanego przez Hilliard i Savickas (2000). W tym podejściu skumulowana średnia dodatkowa stopa zwrotu również była ujemna w całym oknie obserwacji, w podoknach poprzedzających zdarzenie wartości były dodatnie, a po zdarzeniu ujemne i istotne statystycznie w przedziałach $(-2, -1)$, $(0, +3)$, $(0, +5)$. Przeprowadzona dodatkowo analiza zmienności zestandaryzowanych stóp wykazała na większe ich zróżnicowanie w przedziale przed zdarzeniem w porównaniu do okna po zdarzeniu. Autorzy wnioskują, że wyższa zmienność przed zdarzeniem wynika z niepewności co do wystąpienia rezygnacji i nerwowej reakcji akcjonariuszy na ciągłe spekulacje.

4. Rynkowa ocena objęcia stanowiska w zarządzie przez kobiety

Jednym ze składowych tematów dyskutowanych w ramach ładu korporacyjnego na przestrzeni ostatniego dwudziestolecia jest wyrównanie różnic w strukturze zatrudnienia pod względem płci. Pomimo tego, że w od początku lat 80-tych obserwuje się wzrost udziału kobiet na rynku pracy, w większości krajach europejskich kobiet pracujących jest mniej niż mężczyzn, w szczególności dotyczy to stanowisk kierowniczych, gdzie zdecydowaną większość stanowi płeć męska. Z tego też powodu na szczeblu europejskim i narodowym podjęto dyskusję nad obligatoryjnymi parytetami zatrudniania kobiet. Jednocześnie temat ten stał się przedmiotem zainteresowań studiów empirycznych oceny rynkowej zdarzeń, kiedy na stanowisku kierowniczym w spółce publicznej pojawia się kobieta. Jednym z nich jest badanie przeprowadzone przez Campbella i Vera (2010) na rynku hiszpańskim. Okres badań obejmował lata 1989–2001, poprzedzające liczne zmiany regulacji dotyczących struktury zatrudnienia na stanowiskach kierowniczych pod względem płci. W całym okresie odnotowano ponad 4050 powołań do zarządu, a tylko 105 z nich dotyczyło kobiet. W wyniku selekcji danych, końcowa próba liczyła 47 przypadków. Analiza zdarzenia w krótkim okresie została przeprowadzona w oknie $(-10, +10)$ na podstawie miernika CAAR i modelu rynkowego. W okresie ogłoszeniowym od 2 dni przed do 2 dni po ogłoszeniu informacji o nominacji kobiety na stanowisko w zarządzie. Dodatkowe stopy zwrotu były pozytywne

na poziomie 0,8% i istotne statystycznie. W całym oknie obserwacji miernik CAAR był ujemny, ale dwa z przeprowadzonych testów nie potwierdziły istotności statystycznej. Zdaniem autorów wyniki przeprowadzonej analizy funkcji regresji wskazują, że w długiej perspektywie czasowej objęcie funkcji w zarządzie przez kobietę będzie pozytywnie wpływać na ceny akcji, a tym samym na jej wartość rynkową. Dlatego też autorzy publikacji uważają, że ustalanie parytetu jest zasadne nie tylko ze względów etycznych, ale i ekonomicznych.

Przedstawione wyniki badań nie są jedynymi poruszającymi temat parytetu i stanowisk obejmowanych przez kobiety. W pierwszym dziesięcioleciu XXI w. problem ten był i nadal jest jednym z kluczowych obszarów *corporate governance* przede wszystkim w Europie. W Danii, która jest bardzo liberalna pod względem praw kobiet, stanowiska w zarządach są zdominowane przez mężczyzn. Rose (2007) w swoich badaniach dotyczących duńskich spółek notowanych na giełdzie w latach 1998–2001, na podstawie wartości Q–Tobina, nie wykrył żadnych istotnych zależności pomiędzy wynikami finansowymi osiąganymi przez spółki a członkiem zarządu – kobietą. Brak wpływu objęcia stanowiska w zarządzie przez kobietę na wyniki spółek zaobserwowali także Smith i inni (2006) oraz Farrell i Hersch (2001).

W bogatej literaturze przedmiotu są również dowody na pozytywny wpływ zarządu z kobietą na pokładzie, w tym m.in. badania Cartera i innych (2003), Erharda i innych (2003). Są jednak i takie, które wskazują na negatywną zależność, na przykład wyniki badań autorów Jehn i Bezrukova (2003) oraz Böhren i Ström (2005). To, co może niepokoić w kwestii parytetów, to obserwacje i wnioski płynące z badań Farrella i Herscha (2001), a mianowicie wzrost udziału kobiet w zarządach to przede wszystkim efekt dywersyfikacji składu osobowego, a nie decyzji o podniesieniu jakości zarządu w drodze zatrudnienia wykwalifikowanej kadry – kobiet. Zważywszy na fakt, że statystycznie kobieta jest lepiej wykształcona niż mężczyzna, to kierowanie się parytetem a nie kwalifikacjami i umiejętnościami jest niepokojącym zjawiskiem. Czy nie spowoduje to zepsucia rynku pracy kobiet i zamiast podnieść ich wiarygodność, pozostawi nadal w grupie pracowników chronionych i niższej kategorii?

5. Ocena rynkowa struktury akcjonariatu i jego zmian

Istotną kwestią *corporate governance* poruszaną w licznych publikacjach jest struktura akcjonariatu. Zmiana struktury posiadania akcji następuje zazwyczaj w wyniku transakcji kupna-sprzedaży lub fuzji i przejęć. Możliwych rozwiązań jest wiele, które wyznaczają pola badawcze odpowiednio w zakresie koncentracji lub rozproszenia akcjonariatu, objęcia pakietu kontrolnego przez inwestora strategicznego lub finansowego, zwiększenia lub zmniejszenia kontroli przez państwo, sprzedaży biznesu rodzinnego innemu inwestorowi.

Strukturą akcjonariatu i reakcją akcjonariuszy na jej zmianę w wyniku przejęć zainteresował się Nguyen (2009). W badaniach autor analizował, czy udział państwa w spółkach publicznych jest niekorzystny z punktu widzenia wartości dla akcjonariuszy. Badana

próba liczyła 518 transakcji, w tym 173 spółek przejętych przez państwo lub jego agendy oraz 345 spółek, gdzie przejmującą stroną była spółka prywatna. Transakcje fuzji i przejęć miały miejsce w 53 krajach w latach 1980–2005. Analiza dodatkowych stóp zwrotu dotyczyła okien zdarzeń $(-110, +5)$, $(-30, +5)$ oraz $(-20, +5)$, gdzie $t = 0$ było dniem ogłoszenia transakcji. Dla podgrupy badawczej spółek przejmowanych przez państwo, średnie dodatkowe stopy zwrotu (ACAR) w oknie $(-20, +5)$ były negatywne na poziomie $-2,15\%$, wynik nieistotny statystycznie. Jednakże w samym dniu zdarzenia dodatkowa stopa zwrotu (AAR) była dodatnia z wartością powyżej 1% i istotna statystycznie, ale nadal w krótszym oknie obserwacji ujemna $(-3,66\%)$ i istotna w oknie $(-20, -1)$. Zupełnie inna reakcja została zaobserwowana na przejście przez podmiot prywatny, gdzie w całym oknie obserwacji wartość miernika ACAR była dodatnia i istotna statystycznie, a w przedziale $(-20, +5)$ ukształtowała się na poziomie $3,99\%$. W samym dniu zdarzenia wzrost też był pozytywny, ale nieco poniżej 1% . Uzyskane rezultaty wskazują, że kiedy w wyniku transakcji przejęć następuje redukcja udziałów państwa, to skumulowane dodatkowe stopy zwrotu są wyższe niż w sytuacji, kiedy dochodzi do zwiększenia zaangażowanego pakietu akcji państwa. Z punktu widzenia akcjonariuszy zwiększenie zaangażowania kapitałowego państwa jest niekorzystne dla spółki.

Do innych wniosków końcowych w badaniach przeprowadzonych dla spółek notowanych na giełdzie w Hong-Kongu w latach 1989–2008 doszli Du i inni (2013). Ich zdaniem ogłoszenie sprzedaży swoich udziałów przez państwo i rozpoczęcie procesu prywatyzacji wiąże się z wysokimi negatywnymi wartościami anormalnych stóp zwrotu, w szczególności, kiedy dotyczy to spółek ze słabym ładem korporacyjnym.

W innych badaniach dotyczących rynku Unii Europejskiej i spółek, w których państwo było zaangażowane kapitałowo, autorstwa Borisowa i innych (2012), analizowano zależności pomiędzy akcjonariatem państwa a ładem korporacyjnym. Uzyskane wyniki modeli regresji wskazują, że udział państwa w spółce wiąże się z niższą jakością *corporate governance* na wielu płaszczyznach prawnych, w tym prawa cywilnego i handlowego. Ponadto autorzy zaobserwowali, że złote akcje emitowane przez spółki dewaluują jakość ładu korporacyjnego.

Uwagi końcowe

Na podstawie przeprowadzonego przeglądu literatury i wyników empirycznych oceny rynkowej zdarzeń związanych z ładem korporacyjnym możemy sformułować konkluzję, że to co dzieje się w firmie, pomimo braku wymiaru finansowego, może mieć wpływ na wartość rynkową spółki i stopy zwrotu realizowane przez akcjonariuszy. Zdarzenia oraz czynniki determinujące jakość ładu korporacyjnego podlegają ocenie przez rynek uzyskując noty pozytywne lub negatywne, a co za tym idzie – przyływ i odpływ kapitału w spółkach. Ze względu na złożoność tematyki *corporate governance* i różnorodność funkcjonujących modeli, trudno jednoznacznie określić, które zdarzenia są zawsze źródłami kreacji

wartości, a które nie. Wiele zależy od towarzyszących okoliczności, utartych tradycji, zachowań kulturowych, uwarunkowań gospodarczych i wielu innych czynników. Ważne jest jednak, zgodnie z tym co wskazywał Damadaran (2005), by identyfikować czynniki wartości, bo od nich zależy sukces w decyzjach inwestycyjnych. Ponadto ważne są informacje płynące ze spółek, gdyż na ich podstawie inwestorzy podejmują decyzję o alokacji wolnego kapitału.

W artykule dokonano przeglądu badań reakcji akcjonariuszy na wybrane zdarzenia, takie jak: zmiany regulacji prawnych w zakresie *corporate governance*, zmiany w składzie zarządów, w tym objęcie stanowisk kierowniczych przez kobiety oraz zmiany w strukturze właścicielskiej. Zmiany regulacji prawnych, jakie miały miejsce po fali bankructw wielu spółek amerykańskich, zostały ostatecznie pozytywnie przyjęte przez rynek. Biorąc pod uwagę okoliczności, po jakich nastąpiło wprowadzenie Ustawy SOX, to z punktu widzenia akcjonariuszy te zmiany miały na celu rozszerzenie i ochronę ich praw, poprawę jakości ładu korporacyjnego i przywrócenie zaufania. W kwestii zmian osobowych w zarządzie, to wpływ na ocenę rynkową mają powstałe okoliczności. Zdecydowanie odejście kluczowego członka zarządu w wyniku śmierci jest postrzegane negatywnie, jako źródło dewaluacji wartości w wyniku utraty kapitału ludzkiego. Inaczej natomiast przedstawia się sytuacja, gdy zmiana jest wynikiem rezygnacji lub wymuszonej rezygnacji. Tutaj dodatkowo wpływ na ocenę rynkową ma stanowisko osoby, której to zdarzenie dotyczy. Nie jest również jednoznaczne, czy objęcie przez kobietę stanowiska członka kadry zarządzającej jest zdarzeniem pozytywnym i będzie wiązało się z poprawą wyników finansowych w przyszłości. Ponadto, analiza struktury akcjonariatu pod kątem zaangażowania kapitałowego państwa również nie pozwala na jednoznaczne wnioski. Wiele jednak przemawia na niekorzyść. W przekrojowych badaniach Nguyena (2009) znajdujemy pozytywną reakcję, gdy w wyniku fuzji i przejęć liczba akcji w posiadaniu państwa maleje. Z drugiej strony pojawiły się dowody, że kiedy jest mowa o słabym ładzie korporacyjnym w danym systemie, to większe jest zaangażowanie państwa w spółki publiczne.

Wiele pytań nadal pozostaje bez odpowiedzi. Na rynku polskim jest luka badawcza w tym zakresie, a badania Gurguła i Majdosza to tylko mała część tego, co składa się na ład korporacyjny. Obserwacje na rynkach rozwiniętych są podstawą do aplikacji i poszukiwań podobnych zależności wśród polskich spółek publicznych.

Literatura

- Böhren O., Ström R.O. (2005), *Aligned, Informed, and Decisive: Characteristics of Value-creating Boards*, Working Paper Norwegian School of Management BI, Oslo.
- Borisova G., Brockman P., Salas J.M., Zagorchev A. (2012), *Government Ownership and Corporate Governance: Evidence from the EU*, „Journal of Banking & Finance”, no. 36, s. 2917–2934.
- Campbell K., Vera A.M. (2010), *Female Board Appointments and Firm Valuation: Short and Long-term Effects*, „Journal of Management & Governance”, vol. 14, no 1, s. 37–59.
- Carter D.A., Simkins B.J., Simpson W.G. (2003), *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*. „Financial Review”, no. 38, s. 33–53.

- Choi S.H., Frye M.B., Yang M. (2008), *Shareholder Rights and the Market Reaction to Sarbanes-Oxley*, „The Quarterly Review of Economics and Finance”, no. 48, s. 756–777.
- Damodaran A. (2005), *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, *Foundation and Trends in Finance*, vol. no. 5, s. 693–784.
- Du J., He Q., Yuen S.W. (2013), *Tunneling and the Decision to Go Private: Evidence from Hong Kong*, *Pacific-Basin*, „Finance Journal”, no. 22, s. 50–68.
- Erhardt N.L., Werbel J.D., Shrader C.B. (2003), *Board of Director's Diversity and Firm Financial Performance*. *Corporate Governance: An International Review*, no. 11, s. 102–111.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C. and Roll R. (1969), *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, „International Review”, no. 10, s. 1–21.
- Farrell K.A., Hersch P.L. (2001), *Additions to Corporate Boards: Does Gender Matter?*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.292281>.
- Furtado E.P., Rozeff M.S. (1987), *The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes*, „Journal of Financial Economics”, vol. 18, no. 1, s. 147–160.
- Gurgul H., Majdosz P. (2007), *Stock Price and Resignation of Members of the Board: The Case of the Warsaw Stock Exchange*, „Managing Global Transitions”, vol. 5, no. 2, s. 179–192.
- Hiliard J., Savickas R. (2000), *On Stochastic Volatility and More Powerful Parametric Tests of the Events Effects on Unsystematic Returns*, Working Paper, University of Georgia.
- Jackson C.W. (2008), *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jain P.J., Rezaee Z. (2006), *The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Capital-market Behaviour: Early Evidence*, „Contemporary Accounting Research”, vol. 23, no. 3, s. 629–654.
- Jehn K.A., Bezrukova K. (2003), *A Field Study of Group Diversity, Group Context, and Performance*, Working Paper, Philadelphia: The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3, no. 4, s. 305–360.
- Jerzemska M. (2002), *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Jeżak J. (2010), *Ład korporacyjny. Doświadczenie światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa.
- Larcker D.F., Ormazabal G., Taylor D.J. (2011), *The Market Reaction to Corporate Governance Regulation*, „Journal of Financial Economics”, no. 101, s. 431–448.
- Nguyen N.H. (2009), *State Versus Private Ownership: A Shareholder's Wealth Perspective*, „Journal of Academy of Business and Economics”, vol. 9, no. 1, s. 1–20.
- Nguyen B.D., Nielsen K.M. (2009), *The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Death*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1363832>.
- Rose G. (2007), *Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence*, *Corporate Governance: An International Review*, no. 15 (2), s. 404–413.
- Smith N., Smith V., Verner M. (2006), *Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2,500 Danish Firms*, „International Journal of Productivity and Performance Management”, no. 55, s. 569–593.
- Warner J.B., Watts R.L., Wruck K.H. (1988), *Stock Prices and Top Management Changes*, „Journal of Financial Economics”, vol. 20, s. 461–492.
- Weisbach M.S. (1988), *Outside Directors and CEO Turnover*, „Journal of Financial Economics”, vol. 20, s. 431–460.
- Worrell D.L., Davidson W.N., Chandy P.R., Garrison S.L. (1986), *Management Turnover Through Deaths of Key Executives: Effects on Investor Wealth*, „Academy of Management Journal”, vol. 29, no. 4, s. 674–694.
- Zhang I.X. (2007), *Economic Consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, „Journal of Accounting and Economics”, no. 44, s. 74–115.

THE MARKET EVALUATION OF CORPORATE GOVERNANCE IN PUBLIC COMPANIES – THE REVIEW OF RESEARCH RESULTS

Abstract: *Purpose* – The purpose of the article was to review research results of the shareholders' reaction to corporate governance events in public companies conducted in developed and Polish markets. In other words, the aim was to answer the following question, which of the events or corporate governance determinants are seen by shareholders as factors of value creation and which are not.

Design/Methodology/approach – In the beginning of the article the complexity of corporate governance and the existing models are discussed. In the following sections, the review of results is presented. First, the shareholders' reaction to legal changes in corporate governance is described. Next, studies of top management changes and female board appointments are presented. In the final section, the impact of ownership on market value is reviewed.

Findings – Despite the lack of financial dimension, the review of results suggests that corporate governance may have an impact on the market value and abnormal rate of returns. Due to the complexity of corporate governance the shareholders' reaction depends on the accompanying circumstances, national traditions, behavioral cultures, economic conditions and many other factors.

Originality/value – There is a gap in the market performance and corporate governance on the Polish capital market. Many questions still remain unanswered. Literature review and observations made in developed markets are the basis for the application and exploration of similar correlations among the Polish public companies.

Keywords: corporate governance, market performance, abnormal returns

Cytowanie

Perepeczo A. (2014), *Rynkowa ocena ładu korporacyjnego w spółkach publicznych – przegląd wyników badań*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 643–655; www.wneiz.pl/frfu.

