

Alina Szewc-Rogalska

Uniwersytet Rzeszowski, Wydział Ekonomii

UDZIAŁ CZŁONKÓW RADY NADZORCZEJ WE WŁASNOŚCI A KREACJA WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY¹

Streszczenie: Celem niniejszej pracy jest próba ukazania wpływu członków rady nadzorczej jako znaczących właścicieli spółek giełdowych na kształtowanie się wskaźników kreacji wartości (na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie). Ustalono, że spółki, w których członkowie rady nadzorczej posiadali znaczące udziały we własności, wykazywały wyższy poziom wskaźników P/BV oraz Q Tobina i jednocześnie niższy poziom wskaźnika DYR niż pozostałe spółki. W niektórych przypadkach prawidłowości te zostały potwierdzone za pomocą testu U Manna-Whitneya. Kształtowanie się natomiast wskaźników TSR-Ce oraz ROE-Ce było w badanych spółkach zazwyczaj bardzo zróżnicowane, co nie pozwoliło na dokonanie ich jednoznacznej oceny.

Słowa kluczowe: rada nadzorcza, własność, wartość dla akcjonariuszy.

1. Wstęp

Niniejsza publikacja stanowi próbę włączenia się do trwającej w literaturze krajowej i zagranicznej dyskusji dotyczącej wpływu nadzoru korporacyjnego na wyniki finansowe i wycenę przedsiębiorstw. Jednym z istotnych mechanizmów nadzoru korporacyjnego jest nadzór sprawowany przez aktywnych właścicieli. Stanowią oni jednakże grupę zróżnicowaną m.in. pod względem realizowanych celów, horyzontu czasowego podejmowanych decyzji, podejścia do kwestii ryzyka, preferencji co do formy korzyści finansowych z tytułu posiadania akcji danej spółki. W strukturach własnościowych spółek notowanych na GPW w Warszawie niezmiernie często rolę znaczącego właściciela pełnią członkowie rady nadzorczej, na co zwraca uwagę m.in. Rudolf [2006, s. 15].

Członkowie rady nadzorczej stanowią specyficzną grupę właścicieli. Mają bowiem duże możliwości oddziaływania na decyzje podejmowane w spółkach, zarówno ze względu na pełnione funkcje właścicielskie, jak i zadania realizowane w ra-

¹ Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2010-2011 jako projekt badawczy Nr N N113 552638.

mach pracy w nadzorczych organach spółki. Znajduje to odzwierciedlenie w funkcjonowaniu tych spółek, w ich wynikach finansowych oraz poziomie korzyści generowanych dla akcjonariuszy.

Stąd też celem niniejszej pracy publikacji jest próba ukazania wpływu członków rady nadzorczej jako znaczących właścicieli spółek giełdowych na kształtowanie się wskaźników kreacji wartości (na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie).

2. Oddziaływanie członków rady nadzorczej – znaczących właścicieli na decyzje podejmowane w spółkach

Teoretyczną podstawę badań zawartych w niniejszej pracy stanowi teoria agencji (teoria przedstawicielstwa) opracowana przez Jensena i Mecklinga [1976, s. 305-360]. W warunkach oddzielenia własności od zarządzania powstają tzw. relacje agencyjne pomiędzy właścicielami (inwestorami) a menedżerami. Relacje agencji można określić jako kontrakt, w którym jedna jego strona (pryncypał, mocodawca) angażuje drugą stronę (agenta, pełnomocnika) do świadczenia usług w swoim imieniu, co pociąga za sobą delegowanie części uprawnień decyzyjnych na agenta (pełnomocnika) [Wojtyła 2005, s. 7-21]. W związku agencyjnym podstawowy problem polega na tym, że interesy pryncypała (właściciela) mogą nie zostać w maksymalnym stopniu zaspokojone z powodu różnicy celów pryncypała i agenta (menedżera) oraz na skutek występującej między nimi asymetrii informacji.

Podstawowe zadanie nadzoru korporacyjnego polega zatem na ograniczaniu konfliktów agencyjnych, co w konsekwencji powinno przekładać się na wzrost wartości przedsiębiorstwa i kreację wartości dla akcjonariuszy. Rada nadzorcza pełni funkcję ważnego mechanizmu nadzoru korporacyjnego, zwłaszcza w tzw. zamkniętych systemach nadzoru korporacyjnego. Z punktu widzenia efektywności jej funkcjonowania ważne są m.in. kwalifikacje jej członków, ich zaangażowanie, stopień niezależności od menedżerów i dominujących akcjonariuszy.

W niniejszym opracowaniu rozważa się konsekwencje finansowe dla akcjonariuszy, wynikające z funkcjonowania w spółkach specyficznych związków agencyjnych. Mianowicie rozpatrywane są skutki takich relacji, w których właściciel-pryncypał jest jednocześnie członkiem organów nadzorczych, odpowiedzialnych za bezpośrednie monitorowanie zachowań menedżerów-agentów. Z jednej strony może to sprzyjać lepszemu monitorowaniu decyzji podejmowanych przez menedżerów, ale z drugiej strony koncentracja własności w rękach członków rady nadzorczej może prowadzić do realizacji wyłącznie ich celów. Niekiedy może to powodować tzw. zjawisko tunelowania i naruszania praw akcjonariuszy mniejszościowych, o czym szerzej piszą liczni autorzy [Shleifer, Vishny 1997, s. 737-783; Popławski 2003, s. 59-75; Szewc-Rogalska 2006, s. 49-60].

Jednocześnie należy wspomnieć o występujących w spółkach licznych powiązaniach rodzinnych pomiędzy członkami rady nadzorczej a menedżerami, co potwier-

dzają wyniki badań 116 polskich spółek debiutujących na giełdzie. Wśród tych spółek Kowalewska [2010] wyodrębniła tzw. spółki o wysokim poczuciu własności, tzn. w których zarząd i rada nadzorcza posiadały wspólnie (bezpośrednio i pośrednio – przez spółki zależne) ponad 80% akcji. Wśród spółek o dużym poczuciu własności co druga wykazywała w prospekcie emisyjnym istnienie powiązań rodzinnych. Z pozostałych natomiast spółek zaledwie 19% wskazało na występowanie takich powiązań. Do innych prawidłowości, obserwowanych w spółkach o dużym poczuciu własności w pierwszym roku po debiucie, należą: zawiżanie wyników w raportach kwartalnych, niechęć do komunikowania się z inwestorami oraz niechęć do wdrażania tzw. dobrych praktyk.

3. Metody badań kreacji wartości dla akcjonariuszy w spółkach z udziałem członków rady nadzorczej

Badaniami objęto spółki, w których członkowie rady nadzorczej posiadają znaczące pakiety akcji, tj. uprawniające do posiadania co najmniej 5% ogólnej liczby głosów. Zostały one wyodrębnione ze zbiorowości 124 spółek niefinansowych, których akcje były notowane na GPW w Warszawie w latach 2004-2008. Ustalono, że członkowie rady nadzorczej byli w 2004 roku znaczącymi właścicielami ponad 30% spośród 124 badanych spółek. Odsetek ten systematycznie obniżał się w kolejnych latach i w 2008 roku wynosił około 26%. Strukturę wyodrębnionych spółek ze względu na łączny udział członków rady nadzorczej we własności ilustrują dane zawarte w tab. 1.

Tabela 1. Struktura spółek ze względu na udział członków rady nadzorczej we własności

Udział członków rady nadzorczej w liczbie głosów (%)	2004	2008
Od 5 do 25	48,6	31,3
Od 25 do 50	32,4	37,5
Od 50 do 75	13,5	21,9
Od 75 do 100	5,4	9,4
Razem	100,0	100,0

Źródło: obliczenia własne.

W literaturze podaje się liczne wskaźniki monitorowania zmian wartości przedsiębiorstwa [Skoczylas, Niemiec 2007, s. 40-68; Dudycz 2001, s. 129-136; Szczepankowski 2007, s. 161-178; Szewc-Rogalska 2009, s. 293-305], m.in. całkowitą stopę zwrotu dla akcjonariuszy (TSR) oraz rynkową wartość dodaną (MVA), wskaźnik Q Tobina, ekonomiczną wartość dodaną (EVA), zysk ekonomiczny dla właścicieli oparty na zysku netto (EBO), gotówkową stopę zwrotu z zaangażowanych ka-

pitałów (CFROI) oraz wartość dodaną dla właścicieli (SVA). Niektóre z tych mierników, np. EVA czy EBO mogą być zapisane w postaci formuł uwzględniających stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC) bądź stopę zwrotu z kapitału własnego (ROE), które mają względny charakter.

Tabela 2. Zmienne badawcze

Oznaczenie	Opis zmiennej
TSR-Ce	Nadwyżkowa całkowita stopa zwrotu z akcji, wyznaczana jako różnica pomiędzy całkowitą stopą zwrotu z akcji (TSR) a kosztem kapitału własnego (Ce)
DYR	Stopa dywidendy
ROE-Ce	Nadwyżkowa stopa zwrotu z kapitału własnego, wyznaczana jako różnica między stopą zwrotu z kapitału własnego (ROE) a kosztem kapitału własnego (Ce)
P/BV	Relacja wartości rynkowej akcji do ich wartości księgowej
Q Tobina	(Wartość rynkowa kapitału własnego + wartość księgowa aktywów – wartość księgowa kapitału własnego) / wartość księgowa aktywów

Źródło: opracowanie własne.

W niniejszej publikacji posłużono się miernikami uwzględniającymi zarówno zdolność spółek do pomnażania kapitału wniesionego przez akcjonariuszy, jak i perspektywę inwestora na rynku kapitałowym (tab. 2). Ponadto uwzględniono alternatywny kosztu kapitału własnego, który pozwala oszacować minimalne oczekiwania akcjonariuszy ponoszących ryzyko inwestycyjne związane z zakupem akcji spółek giełdowych. Na potrzeby niniejszych badań koszt kapitału własnego oszacowano za pomocą modelu CAPM, o którego zastosowaniach piszą m.in. [Cwynar, Cwynar 2007, s. 59-72; Zarzecki 2008, s. 105-114].

4. Kształtowanie się wskaźników kreacji wartości w badanych spółkach

Badane spółki podzielono na dwie grupy: spółki, w których znaczące udziały posiadają członkowie rady nadzorczej (oznaczone jako RN = tak) oraz pozostałe spółki (oznaczone jako RN=nie). Z danych zawartych w tab. 3 wynika, że mediana wyznaczona dla wskaźnika TSR-Ce w spółkach z udziałem członków rady nadzorczej wynosiła w 2004 roku około 22,9%. Oznacza to, że połowa tych spółek osiągała TSR-Ce na poziomie wyższym niż 22,9%. Z kolei wartość kwartyła trzeciego wskazuje, że 75% spółek z udziałem członków rady nadzorczej wykazywało TSR-Ce poniżej 152,9%, a pozostałe 25% spółek – powyżej 152,9%. Wyznaczone wartości mediany i kwartyła trzeciego dla spółek z udziałem członków rady nadzorczej w 2004 roku kształtowały się na wyższym poziomie niż w grupie pozostałych spółek. W wypadku kwartyła pierwszego wystąpiły natomiast odmienne relacje. Przewaga spółek

z udziałem członków rady nadzorczej w zakresie wskaźnika TSR-Ce nie potwierdziła się w kolejnych latach, z wyjątkiem 2007 r. Wyższy poziom wskaźnika TSR-Ce obserwowano w wypadku mediany i kwartyła trzeciego. Analiza przeprowadzona za pomocą testu *U* Manna-Whitneya nie potwierdziła występowania statystycznie istotnych różnic w kształtowaniu się poziomu wskaźnika TSR-Ce w badanych grupach spółek.

Tabela 3. Podstawowe statystyki i test *U* Manna-Whitneya dla wskaźnika TSR-Ce

Rok	Grupa	Podstawowe statystyki			Test <i>U</i> Manna-Whitneya			
		Mediana	Kwartył dolny	Kwartył górny	Średnia rang	<i>U</i>	<i>Z</i>	Istotność
2004	RN=nie	21,5	-4,6	60,0	60,3	1415,0	-1,059	Nie
	RN=tak	22,9	-12,8	152,9	67,8			
2005	RN=nie	4,8	-24,6	36,1	62,4	1573,0	-0,058	Nie
	RN=tak	-5,7	-31,6	66,7	62,8			
2006	RN=nie	82,5	20,5	188,5	64,4	1327,0	0,984	Nie
	RN=tak	54,3	-0,7	137,5	57,2			
2007	RN=nie	-13,0	-40,4	21,8	61,6	1475,0	-0,455	Nie
	RN=tak	-10,1	-51,2	36,7	64,9			
2008	RN=nie	-72,2	-87,8	-48,3	64,7	1267,0	1,168	Nie
	RN=tak	-78,4	-96,7	-62,7	56,1			
Razem	RN=nie	1,2	-44,4	47,0	309,5	38232,0	-0,216	Nie
	RN=tak	-5,4	-44,5	73,6	313,0			

Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na niski odsetek spółek wypłacających dywidendy wartość mediany i kwartyła pierwszego przyjmowały zazwyczaj wartości zerowe (tab. 4). W związku z tym do celów porównawczych posłużono się wartością kwartyła trzeciego wyznaczonego dla wskaźnika DYR. Ustalono, że wskaźnik DYR w spółkach z udziałem członków rady nadzorczej kształtował się w kolejnych latach na niższym poziomie niż w pozostałych spółkach. Wyniki testu *U* Manna-Whitneya, przeprowadzonego łącznie dla wszystkich obserwacji w kolejnych pięciu latach, potwierdziły występowanie statystycznie istotnych różnic w kształtowaniu się wskaźnika DYR. Na poziomie istotności $\alpha = 0,10$ stwierdzono, że spółki z udziałem członków rady nadzorczej osiągały niższy poziom wskaźnika DYR niż pozostałe spółki.

Ocena kreacji wartości, przeprowadzona za pomocą wskaźnika ROE-Ce, dowiodła, że spółki z udziałem członków rady nadzorczej wykazywały wyższy poziom tego wskaźnika niż pozostałe spółki jedynie w 2004 r. oraz w 2006 r. Jak wynika z testu *U* Manna-Whitneya, różnice te w 2004 r. były statystycznie istotne na poziomie $\alpha = 0,10$ (tab. 5).

Tabela 4. Podstawowe statystyki i test *U* Manna-Whitneya dla wskaźnika DYR

Rok	Grupa	Podstawowe statystyki			Test <i>U</i> Manna-Whitneya			
		Mediana	Kwartył dolny	Kwartył górny	Średnia rang	<i>U</i>	<i>Z</i>	Istotność
2004	RN=nie	0,0	0,0	1,9	63,7	1501,0	0,590	Nie
	RN=tak	0,0	0,0	0,0	59,6			
2005	RN=nie	0,0	0,0	2,1	63,5	1499,0	0,465	Nie
	RN=tak	0,0	0,0	1,5	60,1			
2006	RN=nie	0,0	0,0	3,1	64,9	1283,0	1,233	Nie
	RN=tak	0,0	0,0	1,2	55,9			
2007	RN=nie	0,0	0,0	1,9	64,6	1371,0	1,033	Nie
	RN=tak	0,0	0,0	1,0	57,2			
2008	RN=nie	0,0	0,0	1,0	63,6	1368,0	0,591	Nie
	RN=tak	0,0	0,0	0,5	59,3			
Razem	RN=nie	0,0	0,0	1,9	318,3	35182,5	1,741	Tak dla $\alpha = 0,10$
	RN=tak	0,0	0,0	1,0	290,4			

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Podstawowe statystyki i test *U* Manna-Whitneya dla wskaźnika ROE-Ce

Rok	Grupa	Podstawowe statystyki			Test <i>U</i> Manna-Whitneya			
		Mediana	Kwartył dolny	Kwartył górny	Średnia rang	<i>U</i>	<i>Z</i>	Istotność
2004	RN=nie	-8,4	-17,8	2,3	58,5	1260,0	-1,906	Tak dla $\alpha = 0,10$
	RN=tak	-1,1	-12,6	9,0	71,9			
2005	RN=nie	-4,0	-13,4	2,7	64,3	1429,0	0,850	Nie
	RN=tak	-0,8	-37,9	7,4	58,2			
2006	RN=nie	-1,9	-9,4	4,7	61,5	1412,0	-0,503	Nie
	RN=tak	0,0	-10,2	7,7	65,2			
2007	RN=nie	-1,8	-7,9	5,9	62,0	1514,0	-0,239	Nie
	RN=tak	-1,9	-8,8	9,7	63,7			
2008	RN=nie	-7,4	-13,8	0,2	62,8	1441,0	0,174	Nie
	RN=tak	-7,4	-16,1	-0,4	61,5			
Razem	RN=nie	-4,1	-12,5	3,1	306,9	37066,0	-0,799	Nie
	RN=tak	-5,0	-14,6	8,2	319,7			

Źródło: opracowanie własne.

W całym badanym okresie spółki z udziałem członków rady nadzorczej wykazywały zazwyczaj wyższy poziom wskaźnika P/BV niż pozostałe spółki (tab. 6). Przewaga tych spółek znalazła odzwierciedlenie w kształtowaniu się mediany i kwartyła trzeciego. Wyniki testu *U* Manna-Whitneya nie potwierdziły występowania statystycznie istotnych różnic w kształtowaniu się badanego wskaźnika.

Tabela 6. Podstawowe statystyki i test *U* Manna-Whitneya dla wskaźnika P/BV

Rok	Grupa	Podstawowe statystyki			Test <i>U</i> Manna-Whitneya			
		Mediana	Kwartył dolny	Kwartył górny	Średnia rang	<i>U</i>	<i>Z</i>	Istotność
2004	RN=nie	1,5	0,8	2,6	59,8	1375,0	-1,278	Nie
	RN=tak	1,8	1,0	3,7	68,8			
2005	RN=nie	1,5	0,9	2,2	61,6	1501,0	-0,451	Nie
	RN=tak	1,8	0,7	3,0	64,8			
2006	RN=nie	2,8	1,6	4,0	62,3	1480,5	-0,116	Nie
	RN=tak	3,0	1,4	5,3	63,1			
2007	RN=nie	2,2	1,5	3,6	59,5	1292,0	-1,471	Nie
	RN=tak	2,7	1,5	6,0	70,1			
2008	RN=nie	0,8	0,5	1,4	63,9	1340,0	-0,751	Nie
	RN=tak	0,7	0,4	1,7	58,4			
Razem	RN=nie	1,6	0,9	2,9	305,4	36386,5	-1,139	Nie
	RN=tak	1,9	0,8	3,8	323,7			

Źródło: opracowanie własne.

Spółki z udziałem członków rady nadzorczej wykazywały w całym badanym okresie wyższy (ewentualnie analogiczny) poziom wskaźnika *Q* Tobina, niż pozostałe spółki (tab. 7). Przewaga ta dotyczyła zazwyczaj wszystkich wyznaczonych miar statystycznych. Analiza za pomocą testu *U* Manna-Whitneya potwierdziła występowanie statystycznie istotnych różnic w kształtowaniu się badanego wskaźnika. Wystąpiły one w następujących przypadkach: w 2004 r. (na poziomie istotności $\alpha = 0,10$), w 2005 r. (na poziomie istotności $\alpha = 0,05$) oraz łącznie dla wszystkich obserwacji w kolejnych pięciu latach (na poziomie istotności $\alpha = 0,05$).

Wyniki przedstawionych badań własnych nie są jednoznaczne, podobnie jak rezultaty badań innych autorów. Przykładowo, z badań przeprowadzonych na przykładzie 130 spółek giełdowych w latach 1997-2002 wynika, że występowała dodatnia korelacja między udziałem członków rady nadzorczej we własności a kształtowaniem się wskaźników: rentowności aktywów, rentowności sprzedaży netto oraz rentowności operacyjnej [Aluchna 2007, s. 265]. Nie stwierdzono natomiast takich zależności w wypadku rentowności kapitału własnego, zysku przypadającego na jednego pracownika oraz wskaźnika zmian cen akcji (liczonego w porównaniu do

zmian indeksu WIG). Z kolei z badań zagranicznych [Bhagat, Bolton 2008, s. 257-273] wynika, że własność rady dyrektorów była pozytywnie skorelowana z obecnymi i przyszłymi wynikami. Statystycznie istotny wpływ wystąpił w wypadku w ROA, nie stwierdzono natomiast takich zależności w wypadku TSR i wskaźnika Q Tobina.

Tabela 7. Podstawowe statystyki i test U Manna-Whitneya dla wskaźnika Q Tobina

Rok	Grupa	Podstawowe statystyki			Test U Manna-Whitneya			
		Mediana	Kwartył dolny	Kwartył górny	Średnia rang	U	Z	Istotność
2004	RN=nie	1,3	1,0	1,7	58,7	1282,0	-1,786	Tak dla $\alpha = 0,10$
	RN=tak	1,5	1,1	2,2	71,4			
2005	RN=nie	1,3	1,0	1,8	57,6	1155,0	-2,359	Tak dla $\alpha = 0,05$
	RN=tak	1,6	1,2	2,3	74,4			
2006	RN=nie	1,9	1,4	2,6	60,2	1288,0	1,204	Nie
	RN=tak	2,3	1,6	3,1	69,0			
2007	RN=nie	1,7	1,3	2,7	60,5	1383,0	-0,966	Nie
	RN=tak	1,8	1,3	3,4	67,5			
2008	RN=nie	0,9	0,7	1,4	62,2	1441,0	-0,174	Nie
	RN=tak	0,9	0,7	1,4	63,5			
Razem	RN=nie	1,4	1,0	2,1	299,1	33548,0	-2,558	Tak dla $\alpha = 0,05$
	RN=tak	1,6	1,1	2,4	340,1			

Źródło: opracowanie własne.

5. Ustalenia i wnioski

Z podjętej próby ukazania wpływu członków rady nadzorczej – jako znaczących właścicieli spółek giełdowych – na kształtowanie się wskaźników kreacji wartości (na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie) wynikają poniższe ustalenia i wnioski.

1) Do specyficznych cech spółek z udziałem członków rady nadzorczej – na tle innych spółek – należą: wyższy poziom rynkowych wskaźników kreacji wartości – P/BV oraz Q Tobina, w wielu przypadkach potwierdzony za pomocą testu U Manna-Whitneya, a z drugiej strony – niższy poziom wskaźnika dywidendy (DYR).

2) Kształtowanie się wskaźników TSR-Ce oraz ROE-Ce jest w badanych spółkach zazwyczaj bardzo zróżnicowane, co nie pozwala na dokonanie ich jednoznacznej oceny.

3) Niska skłonność do wypłaty dywidend nie znajduje jednoznacznego przełożenia na niższy wskaźnik TSR-Ce. Pomimo niższych wypłat dywidend akcjonariusze

spółek z udziałem członków rady nadzorczej mogą osiągać nadwyżkową całkowitą stopę zwrotu z akcji na poziomie w niektórych przypadkach (2004 i 2007 r.) wyższym niż w innych spółkach.

4) Relatywnie wysoki poziom wskaźników P/BV i Q Tobina sugeruje, że rynek kapitałowy korzystnie wycenia spółki, w których występują kapitałowe powiązania członków nadzoru korporacyjnego z przedsiębiorstwem.

5) Spółki z udziałem członków rady nadzorczej wyróżniają się – na tle innych spółek – realizowanymi strategiami podziału zysku i związanymi z tym strategiami generowania całkowitej stopy zwrotu z akcji. Specyfika tych strategii polega na przeznaczaniu na wypłaty dywidend niewielkiej części zysku i osiąganiu TSR-Ce porównywalnego z wynikami innych spółek, z tytułu przyrostu cen rynkowych akcji.

6) Niska skłonność do wypłaty dywidend, cechująca członków rady nadzorczej – znaczących właścicieli – może być uwarunkowana kilkoma czynnikami. Po pierwsze, wynika z licznych przypadków powiązania członków rady nadzorczej z menedżerami, którzy na ogół wykazują silną tendencję do zatrzymywania zysku w spółki, m.in. kosztem ograniczania dywidend. Po drugie, w wielu badanych spółkach członkowie rady nadzorczej byli założycielami tych spółek, a wprowadzając akcje spółek do publicznego obrotu, zachowali znaczące pakiety akcji, nie chcąc utracić kontroli nad założoną przez siebie spółką. Uczestnicząc w organach spółki, nie oczekują bezpośrednich korzyści w postaci dywidend, ale ich korzyści mogą się przejawiać w sprawowaniu kontroli.

Rezultaty przeprowadzonych badań dostarczają nowych argumentów w dyskusji dotyczącej wpływu typu znaczącego właściciela na poziom wskaźników kreacji wartości. Z badań tych wynikają liczne przesłanki wskazujące, że jeśli członkowie rady nadzorczej posiadają znaczące udziały we własności, to sprawowany przez nich nadzór jest w wielu przypadkach skuteczniejszy, co w znacznym stopniu przekłada się na korzystniejsze wyniki w zakresie kreacji wartości.

Literatura

- Aluchna M., *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, SGH, Warszawa 2007.
- Bhagat S., Bolton B., *Corporate governance and firm performance*, „Journal of Corporate Finance” 2008, nr 14.
- Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007.
- Dudycz T., *Co środowiska akademickie zarzucają ekonomicznej wartości dodanej*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2001.
- Jensen MC., Meckling W.H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, nr 3.
- Kowalewska I.K., *Analiza struktury akcjonariatu, czyli jak mieć ASA w rękawie*, <http://www.parkiet.com/artykul/970916.html>, 04.10.2010.

- Popławski W., *Akcjonariusze mniejszościowi i ich pozycja na rynku kapitałowym*, „Organizacja i Kierowanie” 2003, nr 1.
- Rudolf S., *Analiza zmian w wybranych obszarach nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
- Shleifer A., Vishny R., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, nr 2.
- Skoczyła W., Niemiec A., *Mierniki monitorowania wartości przedsiębiorstwa*, [w:] W. Skoczyła (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Szewc-Rogalska A., *Mierniki kreowania wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Seria: Ekonomiczne Problemy Usług, 2009, nr 752.
- Szewc-Rogalska A., *Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, „Gospodarka Narodowa” 2006, nr 10.
- Wojtyła A., *Istota i struktura teorii agencji*, [w:] A. Wojtyła (red.), *Instytucjonalne problemy transformacji gospodarki w świetle teorii agencji*, AE, Kraków 2005.
- Zarzecki D., *Indeks ryzyka w wycenie przedsiębiorstw*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 1, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008.

SUPERVISORY BOARD MEMBERS OWNERSHIP PARTICIPATION AND VALUE CREATION FOR SHAREHOLDERS

Summary: The paper aims to present the influence of supervisory board members as significant owners of stock-listed companies on the development of the value creation indicators (on the example of the companies listed on the Warsaw Stock Exchange). It was established that the companies in which the supervisory board members held substantial shares showed a higher level of P/BV and Tobin's Q indicators with a lower level of DYR indicator than the other companies. In some cases, these regularities were confirmed through the Man Whitney U -test. Nonetheless, the development of TSR-Ce and ROE-Ce indicators was considerably varied, which did not allow for their explicit evaluation.