

**Magdalena Broszkiewicz**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## **WPLYW ZRÓŻNICOWANIA MODELI ŁADU KORPORACYJNEGO NA DECYZJE INWESTORÓW NA GLOBALNYM RYNKU KAPITAŁOWYM**

---

**Streszczenie:** W dobie globalizacji rynków kapitałowych oraz liberalizacji przepływów kapitału inwestycje mogą swym zasięgiem obejmować wszystkie gospodarki świata. Atrakcyjność spółek przyczynia się do przyciągania kapitałów z międzynarodowych rynków finansowych, a wielkość obrotów na rynku danego kraju wymusza proces jego obsługi, a w konsekwencji – rozwój całego rynku, instytucji i instrumentów. Poziom atrakcyjności spółek jest wyznaczany przez stopień implementacji i stosowania zasad ładu korporacyjnego. Stopień przestrzegania regulacji ładu korporacyjnego warunkuje zainteresowanie dokonywaniem inwestycji na danym rynku. Inwestorzy poszukują rynków, na których ich interesy będą traktowane z uwagą. Wskazuje to jednoznacznie na rolę ładu korporacyjnego jako czynnika decyzyjnego przy dokonywaniu wyboru miejsca inwestycji.

**Słowa kluczowe:** ład korporacyjny, teoria agencji, rynki kapitałowe, decyzje inwestycyjne.

### **1. Wstęp**

W dobie globalizacji procesów gospodarczych przestają istnieć ograniczenia w przepływie kapitału pomiędzy rynkami, a dostępność informacji staje się czynnikiem podstawowym i decydującym przy wyborze pojedynczego inwestora. Dzięki rozwojowi technologii informatycznych i telekomunikacyjnych wszystkie informacje potrzebne do analizy rynków są powszechnie dostępne, a co za tym idzie – inwestycje mogą swym zasięgiem obejmować wszystkie gospodarki świata. Atrakcyjność spółek przyczynia się do przyciągania kapitałów z międzynarodowych rynków finansowych. Wielkość obrotów na rynku danego kraju wymusza proces jego obsługi, a w konsekwencji – rozwój całego rynku, instytucji i instrumentów.

Jedyną barierą w procesie przepływu kapitału stają się nie granice administracyjne państw, lecz brak precyzyjnych i możliwych do egzekwowania regulacji prawnych. Przepisy prawne, które wymagają przejrzystości w funkcjonowaniu podmiotów, prezentują coraz bardziej liberalne podejście do kontroli przeprowadzanych transakcji finansowych. Ład korporacyjny wyznacza standardy funkcjonowania podmiotów na światowych rynkach kapitałowych, co wpływa na wycenę ich akty-

wów przez inwestorów. Tym samym staje się więc czynnikiem decydującym o wyborze kierunku i podmiotu dokonywania inwestycji.

Przedmiotem niniejszego artykułu jest ukazanie znaczenia zróżnicowania standardów ładu korporacyjnego w wymiarze globalnym dla podejmowania decyzji inwestycyjnych przez podmioty obecne na międzynarodowym rynku kapitałowym.

## **2. Ład korporacyjny – pojęcie i znaczenie dla rozwoju rynków kapitałowych**

Ład korporacyjny (*corporate governance*) można zdefiniować jako wszelkie działania mające na celu włączenie sieci relacji między korporacyjnymi kierownikami (zarządami i radami nadzorczymi spółek), dyrektorami i osobami, które dokonują operacji kupna/sprzedazy na rynkach kapitałowych. Pojęcie to można również ująć jako relację korporacji do akcjonariuszy i społeczeństwa.

Ład korporacyjny obejmuje swoim zasięgiem zestaw uregulowań prawnych, zwyczajów oraz dobrowolnych zachowań uczestników rynku kapitałowego, które umożliwiają spółkom przyciąganie inwestorów, realizowanie celów własnych oraz pogodzenie obowiązków wynikających z ich funkcjonowania w społeczeństwie. Są to zasady oraz normy odnoszące się do szeroko rozumianego nadzoru, w tym przede wszystkim: oddziaływanie na otoczenie społeczne (wszystkich interesariuszy), traktowanie akcjonariuszy, obowiązki ujawniania szczegółowych informacji dotyczących funkcjonowania i sytuacji finansowo-personalnej spółki.

Właściwe uregulowanie zasad prawnych funkcjonowania rynków kapitałowych ma podstawowe znaczenie dla wzmacniania postępu gospodarek. Zapobiega bowiem tworzeniu struktur i zachowań niezgodnych z prawem, sprzyjających niewłaściwemu wykorzystaniu informacji. Niesprawne systemy nadzoru korporacyjnego mogą więc stać się przyczyną nieefektywnej eksploatacji przedsiębiorstw. Jakość regulacji prawnych w zakresie kontrolowania działalności spółek ma duże znaczenie w warunkach rosnącej konkurencji, postępu technicznego oraz deregulacji rynków finansowych.

Poziom rozwoju zasad ładu korporacyjnego i ich przestrzegania różni się między krajami (stąd popularność ujęcia modelowego, właściwego dla danego kraju bądź grupy państw). Jest to spowodowane poziomem rozwoju systemów finansowych, a w szczególności doświadczeń istnienia rynków kapitałowych. Różnice pomiędzy regulacjami prawnymi rynków kapitałowych, dotyczące zwłaszcza działalności spółek, są elementem wpływającym na decyzje inwestorów. Funkcjonowanie rynku kapitałowego wymaga zaufania nie tylko wielkich towarzystw inwestycyjnych, ale również drobnych inwestorów. Niedopasowany do potrzeb inwestorów system nadzoru korporacyjnego może destabilizować układ równowagi pomiędzy akcjonariuszami a spółkami. To z kolei może odbić się na kondycji finansowej przedsiębiorstw, które zostaną pozbawione źródeł napływu kapitału.

W kwestii zarządzania informacją o spółkach bardzo ważne są również relacje inwestorskie, rozumiane jako całokształt komunikacyjnych działań spółki pozwalających na skuteczne zarządzanie przepływem informacji między spółką a uczestnikami rynku kapitałowego. Celem działań relacji inwestorskich jest budowanie wiarygodności spółki w oczach inwestorów i analityków. Skutecznie prowadzone relacje inwestorskie ułatwiają rzetelną wycenę spółki przez rynek i umożliwiają pozyskiwanie kapitału poprzez giełdę.

### 3. Modele ładu korporacyjnego

Różnice w funkcjonowaniu rynków kapitałowych i poziomie rozwoju gospodarek widać również w zakresie regulacji ładu korporacyjnego w poszczególnych państwach. Wpływ historii gospodarczej, relacji społecznych oraz doktryny prawa, jak również sytuacji ekonomicznej jest widoczny w kształtowaniu relacji pomiędzy właścicielami spółek a jej zarządzającymi, jak również stosunków na linii przedsiębiorstwo–otoczenie.

Istnieją zmienne, które charakteryzują zakres oddziaływania regulacji ładu korporacyjnego na rynek kapitałowy i jego uczestników. Czynniki, które różnicują stosowane modele ładu korporacyjnego, to m.in. [5, s. 164]:

- rola spółek w systemie ekonomicznym kraju;
- koncentracja własności w spółkach;
- funkcje organów władzy w spółkach (według regulacji prawnych);
- wpływ grup interesu na decyzje podejmowane w spółkach;
- uzależnienie wynagrodzeń menedżerów od wyników spółek;
- miejsce rynku kapitałowego w danej gospodarce.

Opierając się na wyżej wymienionych cechach, można wyróżnić modele: anglosaski (m.in.: Wielka Brytania, USA, Irlandia, Kanada), niemiecki (Niemcy, Holandia, Szwajcaria, Austria), łaćniński (Francja, Włochy) i japoński.

Model anglosaski charakteryzuje się orientacją przedmiotową spółek jako środka realizacji celów akcjonariuszy. Działania spółek zorientowane na akcjonariuszy są znaczące, tym bardziej że znaczenie rynku kapitałowego w gospodarce krajów anglosaskich jest niezwykle istotne. Koncentracja własności jest niska, przy jednoczesnym jednopoziomowym kierownictwie (co jest ułatwieniem w sytuacji silnego uzależnienia jego wynagrodzenia od wyników spółek). Najważniejsze grupy interesu, które mają wpływ na decyzje spółek, to zarówno akcjonariusze instytucjonalni (np. fundusze inwestycyjne), jak i indywidualni. Jest to jedyny wśród czterech wymienionych modeli, który jest zorientowany rynkowo.

Pierwszym z trzech omawianych modeli ładu korporacyjnego, zorientowanych sieciowo, jest model niemiecki. Spółki są w nich traktowane jako niezależne instytucje, przy czym rynek kapitałowy nie odgrywa decydującej roli w gospodarce. Przekłada się to na wysoką koncentrację własności, przy czym najważniejszymi grupami interesu są banki, grupy kapitałowe oraz pracownicy spółek. Model naczelnego

kierownictwa jest dwupoziomowy, co sprzyja niskiej korelacji między poziomem wynagrodzeń a wynikami osiąganymi przez spółki. Nie istnieje również rynek kontroli przedsiębiorstw.

W modelu łańciskim spółki również są traktowane jako cel, a nie instrument w rękach akcjonariuszy. Znaczenie rynku kapitałowego dla gospodarki nie jest wysokie, przedsiębiorstwa nie są kontrolowane pod względem procesów fuzji i przejęć. Główne grupy nacisku na działania spółek to holdingi finansowe i branżowe oraz rząd. W większości przypadków system kierownictwa jest jednopoziomowy, jednak niewielka uwaga przywiązywana do oceny jego działań nie sprzyja ich powiązaniu z systemem wynagrodzeń.

Ostatni z wymienionych modeli, model japoński, jest realizowany w sytuacji, gdy rynek kapitałowy odgrywa znaczącą rolę w gospodarce kraju. Koncentracja własności jest niska, jednak spółka jest traktowana jako niezależna instytucja. Wynagrodzenia kadry kierowniczej (jednopoziomowej) nie są uzależnione od osiągnięć spółek. Duże znaczenie mają natomiast naciski wywierane przez grupy interesu: banki, inne instytucje finansowe, grupy kapitałowe (jap. *keiretsu*) oraz przez związki zawodowe pracowników.

Różnicę w podejściu do ochrony interesów inwestorów widać również przez porównanie bardziej ogólne: podejścia amerykańskiego i europejskiego. W ujęciu amerykańskim, zorientowanym na interesy akcjonariuszy, teoria agencji ma zastosowanie zarówno w nauce, jak i praktyce. Nacisk jest położony na zbieżność interesów agentów i mocodawców, co skutkuje różnorodnością stosowanych kontraktów, mechanizmów motywacyjnych, procedur monitorowania. W Europie akcjonariusze wydają się oddaleni od funkcjonowania spółek, a osoby zarządzające reprezentują interesy spółek i swoje, nie zawsze zbieżne z interesami akcjonariuszy (realizacja celów firmy jest postrzegana jako realizacja celów jej właścicieli).

Zróznicowanie przedstawionych rozwiązań daje możliwość wyboru inwestorów na globalnym rynku kapitałowym, mogą oni bowiem porównać swoje założenia z dostępnymi rozwiązaniami rynkowymi. Ich decyzje mogą być uzależnione zarówno od chęci osiągnięcia zysku, jak i poszukiwania rynków, gdzie interesy akcjonariuszy są traktowane z należytą uwagą.

#### **4. Teoria agencji a zasady ładu korporacyjnego**

Problem oddzielenia właścicieli od kontroli nad spółką został poruszony już w latach 30. XX wieku przez A. Berle'a i G. Meansa, a pojęcie *principal-agent* zostało użyte w literaturze po raz pierwszy przez S.A. Rossa w 1973 r. [11, s. 7]. W międzyludzkich relacjach ekonomicznych (a także politycznych, w których teoria agencji znajduje zastosowanie) wiele kwestii jest ustalanych na podstawie reguły uczciwości [2, s. 4]. Kiedy zostanie ona naruszona, zaburzony zostaje również ład funkcjonowania podmiotów gospodarczych. Teoria agencji opiera się na wnikliwej obserwacji różnych sytuacji, w których właściciele przedsiębiorstw nie mogą w pełni kontrolo-

wać pracy menedżerów sprawujących faktyczne funkcje zarządcze w ich przedsiębiorstwach (układ pryncypał-agent) [1, s. 9-10]. Różnica pomiędzy obiema grupami osób to przede wszystkim asymetryczna informacja – dostęp do poufnych danych, związanych z codzienną działalnością spółki (dane te są niezwykle cenne dla potencjalnych inwestorów w momencie oceny opłacalności inwestycji alternatywnych). Również powierzanie menedżerowi zadań do wykonania rodzi problemy, jeżeli jego cel jest inny niż właściciela firmy (powstaje wówczas konflikt interesów), który z kolei dysponuje niewystarczającą informacją. Dodatkowo, w świetle omawianej teorii, konieczne jest przyjęcie założenia na temat ludzkiej psychiki, ich ograniczonej racjonalności oraz niechęci do ryzyka (pryncypał i agent mogą mieć różne preferencje co do jego wielkości).

Teoria agencji wskazuje na potrzebę takiego kształtowania relacji pryncypał-agent, aby menedżerowie nie przedkładali własnych partykularnych interesów nad korzyść właścicieli (akcjonariuszy). Menedżerowie mogą bowiem kierować się tzw. pokusą nadużycia (*moral hazard*) [10, s. 625], np. podejmując działania, które nie są monitorowane przez pracodawcę. Rozwiązaniem sytuacji problemowej jest odpowiednio sformułowany kontrakt, który powinien zawierać „właściwe określenie bodźców (zachęt materialnych), które skłaniałyby pełnomocnika do zachowań zgodnych z oczekiwaniami mocodawcy” [11, s. 8]. Z tego też powodu teorię agencji uważa się za tożsamą z teorią bodźców. Ponadto skuteczniejszym rozwiązaniem wydaje się oparcie kontraktu na wynikach działań, a nie na samych zachowaniach agentów. Ekonomia neoklasyczna traktowała bowiem przedsiębiorstwa jako „czarne skrzynki”, których zadaniem jest maksymalizacja zysków osiąganych przez właścicieli. W rzeczywistości jednak uchylenie założenia o doskonałej informacji i własności tożsamej z zarządzaniem miało dalece idące konsekwencje dla teorii równowagi ogólnej.

Teoria agencji kładzie również nacisk na pojmowanie informacji jako towaru, który ma swój koszt i może być nabywany. W warunkach niepewności właściciel nie może być całkowicie pewien, czy agent w istocie ma odpowiednie kwalifikacje do realizacji jego interesów. Ponadto nie ma gwarancji, że agent dołożył wszelkich starań niezbędnych do wykonania danego zadania. W takim ujęciu firmy mogą inwestować w systemy informacyjne (procedury monitorowania), aby kontrolować oportunistyczny agenta (jego skłonność do przekazywania niekompletnych lub niekształconych informacji tak, by dla własnego interesu wprowadzić w błąd mocodawcę). Innym rozwiązaniem może się okazać powiązanie wynagrodzeń kadry zarządzającej (w celu zdyscyplinowania ich działań) z wartością akcji spółki, a co za tym idzie – z korzyściami właścicieli.

W świetle teorii agencji ład korporacyjny staje się coraz bardziej istotną kwestią w funkcjonowaniu spółek publicznych. Reguluje on bowiem sposób organizacji procesów obiegu informacji wewnątrz spółek, nadzoru oraz kontroli wewnętrznej. Zasady ładu korporacyjnego są wdrażane w przedsiębiorstwach w celu poprawy przejrzystości ich funkcjonowania oraz wzmocnienia praw akcjonariuszy. Zasady

ładu korporacyjnego pozwalają na taką organizację firmy, która będzie w stanie zabezpieczyć jej najbardziej efektywne funkcjonowanie (zabezpieczy poufność informacji i dokonywanie operacji przez osoby mające do nich dostęp). Aktywny rynek kontroli korporacji może odgrywać ważną rolę w rozwoju systemu rynkowego, ponieważ pozwala eliminować nieefektywnych menedżerów.

Ład korporacyjny jest narzędziem, które pozwala menedżerom zachować równowagę pomiędzy indywidualnymi predyspozycjami i decyzjami a odpowiedzialnością przed udziałowcami spółek. Ze względu na ocenę bezpieczeństwa zasobów finansowych, które są notowane na rynkach papierów wartościowych, szczególną rolę odgrywają osoby zarządzające korporacjami. Istotne wydaje się uświadomienie, że delegowanie władzy kadry kierowniczej pochodzi od właścicieli kapitału. Skutkiem takiego podejścia jest zmiana postrzegania zarządów firm jako jedyne go aparatu mocodawczego działań spółek. Dostęp do informacji, umożliwienie kontroli i podejmowania decyzji przez akcjonariuszy jest istotnym czynnikiem przyciągającym inwestorów na rynki, które cechują się takim właśnie podziałem kompetencji.

## **5. Czynniki decyzyjne inwestorów na globalnym rynku kapitałowym**

Decyzje podejmowane przez inwestorów na globalnych rynkach kapitałowych są uzależnione od wielu różnorodnych czynników. Ich charakterystyki można dokonać w podziale na tzw. czynniki „miękkie” (wynikające z ludzkich cech charakterologicznych) oraz „twarde” – rzeczowej oceny parametrów poszczególnych instrumentów. Dobór strategii inwestycyjnej, a więc kierunków alokacji posiadanych aktywów jest determinowany wieloma czynnikami, wśród których zdecydowanie wyróżniają się preferencje indywidualne inwestora oraz cel inwestycyjny. Każdy inwestor kieruje się wieloma czynnikami o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym, które warunkują dokonywane przez niego decyzje. Pomimo różnic w indywidualnych preferencjach istnieją pewne uniwersalne reguły oraz czynniki, które determinują proces podejmowania decyzji.

Czynniki zewnętrzne, warunkujące decyzje inwestycyjne, to przede wszystkim ogólne parametry opisujące geopolityczne otoczenie oraz otoczenie ekonomiczne inwestora. Obrazują one stabilność otoczenia i dają możliwość ustalania planów. Istotny jest również poziom rozwoju struktur rynku kapitałowego (także w ujęciu prawnym), na którym chce się poruszać inwestor. Wśród czynników wewnętrznych możemy wyróżnić środki do dyspozycji, przeznaczone na dokonywanie inwestycji. Ponadto ciągle niedocenianą rolę odgrywają czynniki o charakterze niematerialnym: poziom wiedzy i zdolności inwestora oraz jego predyspozycje psychologiczne (np. skłonność do podejmowania ryzyka, działanie w zgodzie z jakąś idea).

W dobie globalizacji rynków finansowych inwestor może dostrzegać jednocześnie coraz więcej szans na osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu z lokowanych środków. To sprawia, że inwestorzy „tracą z oczu podstawowy element sukcesu – kontrolę nad



własnymi emocjami. Jeśli nie panują nad sobą, to również nie są w stanie zarządzać swoimi finansami” [3, s. 54]. Wydaje się więc, że to właśnie inwestor giełdowy jest najsłabszym ogniwem systemu inwestycyjnego. Siła oddziaływania emocji na inwestora przełożyła się na powstanie licznych indeksów, opartych właśnie na psychologii rynków. Są to m.in. TRIN (Trader’s Indeks), wskaźniki konsensusu, śledzenie opinii doradców, indeks sentymentu, sygnały od reklamodawców czy też poziom gotówki towarzystw inwestycyjnych lub emerytalnych.

Nie należy jednak odwoływać się jedynie do sfery odczuć inwestora. Wykorzystując swoje zdolności postrzegania i analizowania zjawisk, stara się on podejmować decyzje racjonalnie. Istnieje jednak możliwość przyjęcia postawy „zaufania” konkretnemu rynkowi bądź spółce. Aby należycie ocenić kondycje poszczególnych podmiotów, inwestor bierze pod uwagę sprawozdania finansowe oraz inne informacje o sytuacji wewnętrznej spółek. Również system prawny, w którym działa dana spółka, stopień wypełniania przez nią zaleceń dobrych praktyk, wiedza osób nią zarządzających, a także jej relacje z otoczeniem – oddziałują na wizję jej wiarygodności, a więc na decyzje inwestorów.

Podjmując rozważania na temat międzynarodowych przepływów kapitałowych, należy pamiętać o roli informacji w kształtowaniu poziomu rozwoju danej gospodarki, a także rynku finansowego i kapitałowego w jej ramach. Chęć odkrywania nowych możliwości inwestycyjnych jest istotnym czynnikiem decyzyjnym zarówno dla podatnego na emocje inwestora indywidualnego, jak i funduszu inwestycyjnego, który poszukuje atrakcyjnych, nieodkrytych jeszcze obszarów, idealnych dla różnych typów inwestorów.

Rynek kapitałowy jako składowa rynku finansowego, a przez to część gospodarki, nie istnieje jako element odseparowany od czynników zewnętrznych. Jak twierdzą J. Nowakowski i K. Borowski, „konceptji rynków finansowych nie można wytłumaczyć na gruncie ekonomii opierającej się na teorii odizolowanej jednostki, zakładającej możliwość zrozumienia wszelkich aspektów złożonego systemu gospodarczego przez rozbicie go na elementy składowe” [6, s. 290]. Jak w każdym przypadku budowy ekonomicznego modelu teoretycznego nie bierze się pod uwagę czynnika indywidualnej oceny poziomu ryzyka. Jest on jednak coraz ważniejszy, szczególnie jeżeli chodzi o kwestię oceny ładu korporacyjnego, czyli ochrony interesów inwestorów indywidualnych.

Decyzje inwestorów są podejmowane na podstawie oceny parametrów instrumentów finansowych, które znajdują się w obrocie giełdowym. Ich cechy wywołują określone konsekwencje, gdy potraktujemy je jako przedmiot inwestycji, a mianowicie [4, s. 64]:

- dochód (*return*) – na mniej rozwiniętych rynkach jest to najważniejsza charakterystyka inwestycji. Wyraża się go zwykle w jednostkach pieniężnych, z reguły w walucie kraju inwestora (różnica pomiędzy końcową wartością inwestycji a wartością początkową). Innym sposobem jest określenie stopy dochodu (stopa zwrotu lub rentowności), czyli dochodu w relacji do zainwestowanego kapitału;

- ryzyko (*risk*) – rola tego czynnika stale wzrasta, dodatkowo rozumie się go szerzej: jest to nie tylko możliwość poniesienia strat (lub osiągnięcia dochodów niższych niż przeciętne), ale również osiągnięcia ponadprzeciętnych dochodów. Ryzyko jest zatem rozumiane dwustronnie, „neutralnie”: w negatywnym i pozytywnym aspekcie;
- płynność (*liquidity*) – możliwość zamiany w krótkim okresie instrumentu finansowego na gotówkę po spodziewanej cenie. Instrumenty zbywalne mają większą płynność od tych, którymi nie dokonuje się obrotu. Instrumenty finansowe emitowane na dłuższy okres mają mniejszą płynność niż instrumenty krótkoterminowe.

Decyzje inwestorów przekładają się na alokację dostępnych dla nich środków w określone dziedziny gospodarki. Rozwój rynków finansowych wiąże się zawsze z poprawą ich funkcji alokacyjnej. W ten sposób udoskonalony zostaje mechanizm rozmieszczania rozporządzanych zasobów pieniężnych pomiędzy pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami. Reguluje się również sposób funkcjonowania podmiotów i ich struktura organizacyjna, a także poziom dojrzałości. Jest to jednocześnie sprzężenie zwrotne, gdyż wzrost skali alokacji wspomaga rozwój rynków finansowych.

Jak wiemy, alokacja zasobów zachodzi w określonej przestrzeni i czasie. Zauważono, że na rynkach finansowych zachodzi transformacja (a więc realokacja) terminów zapadalności instrumentów finansowych między stronami umowy. Pojawia się również zjawisko realokacji podmiotowej pomiędzy „sektorami, działami, gałęziami czy regionami gospodarki, ale także między osobami” [8, s. 29]. Rynek finansowy odgrywa więc rolę pośrednika między stronami umowy. Jego skuteczność może być postrzegana jako poziom atrakcyjności dla inwestorów, a uzależniona jest od następujących czynników:

- wysoka płynność,
- wysoka efektywność,
- rzetelność,
- przejrzystość.

Według powyższych cech ocenia się stopień rozwoju rynków finansowych (oraz ich części: rynków kapitałowych), a także ukazuje możliwości niwelowania braków dzięki odpowiednim działaniom. Wskazane powyżej cechy rynków są podstawowymi charakterystykami, którymi posługują się inwestorzy przy ocenianiu i podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wysoka płynność pozwala na szybkie realizowanie transakcji, co przyciąga kolejnych inwestorów oraz ułatwia organizację obrotu. Ma to również związek z koncentracją obrotu, która w znacznej mierze dokonuje się na rynku regulowanym.

Płynność określa zdolność do zamiany instrumentów finansowych na gotówkę. Gdy cecha ta jest oceniana jako wysoka, inwestorzy na takim rynku spodziewają się niskiego ryzyka związanego z możliwością odzyskania zainwestowanego kapitału i dochodu niezależnie od okresu realizacji praw wynikających z nabytych instru-



mentów. Jest to zatem cecha niezależna od terminu i charakteru inwestycji. Płynność zależy od:

- głębokości rynku (*market depth*); określa sytuację, w której na rynku jest zachowana ciągłość kupna i sprzedaży instrumentów finansowych,
- szerokości rynku (*market breadth*); odpowiada na pytanie, czy na rynku jest odpowiednia liczba zleceń kupna i sprzedaży, aby zapewnić bezpieczny obrót,
- elastyczności rynku (*market resiliency*); cecha ta pozwala na szybką reakcję na zmiany popytu i podaży, a gdy jest duża – następuje minimalizacja strat inwestycyjnych.

Kolejną cechą jest efektywność rynku, którą można opisać jako możliwość równego dostępu do informacji dla inwestorów. Innymi słowy, ceny instrumentów finansowych odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje. Aby ją określić, warto ocenić poziom konkurencji podmiotów na rynku, liczbę uczestników, częstotliwość obrotu, zaufanie do wyższych instytucji. Opiera się ona na zbudowanej strukturze, obsługującej wszystkie segmenty rynku: inwestorów, emitentów, instytucje rynku papierów wartościowych.

Rzetelność rynku finansowego określa sposób przekazywania informacji do publicznej wiadomości inwestorów. Są one bowiem chronione prawem. Regulowane są przede wszystkim przez przepisy prawne, a także przez przyjęte zwyczaje. Jednak przeregulowanie rynku grozi wzrostem kosztów jego funkcjonowania.

Przejrzystość rynków finansowych zawiera się w przyjętym sposobie zawierania transakcji i informacji o ich realizacji. Na rynkach publicznych wyznaczane są procedury upubliczniania informacji, a ustanawiane instytucje są odpowiedzialne za ich wiarygodność. Giełdy na rynkach kapitałowych są niejako gwarancją przejrzystości, gdyż zasady ich funkcjonowania i dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu są powszechnie dostępne. Wyznacznikiem tej cechy jest często zasada nabywania znacznych pakietów akcji i sposobu informowania o takich przypadkach [9, s. 20], a także stosowane i przestrzegane na danym rynku zasady ładu korporacyjnego.

Omówione powyżej cechy rynków kapitałowych są pochodną stosowania zasad ładu korporacyjnego. Stopień ich przestrzegania warunkuje zainteresowanie dokonywaniem inwestycji na danym rynku. Wskazuje to jednoznacznie na rolę ładu korporacyjnego jako czynnika decyzyjnego przy dokonywaniu wyboru miejsca inwestycji, zwłaszcza w dobie ułatwień telekomunikacyjnych i łatwiejszego dostępu do informacji.

## **6. Ocena standardów ładu korporacyjnego jako czynnika decyzyjnego przy wyborze kierunku inwestycji**

Uregulowania ładu korporacyjnego są postrzegane jako nowa wartość dla rozwoju rynków kapitałowych. Jeżeli weźmiemy pod uwagę ujęcie tego tematu jako stworzenie norm, poprzez które firma będzie zarządzana, to staje się on podstawową kwestią jej istnienia i rozwoju, również na rynku kapitałowym. Znalezienie inwestorów, za-

interesowanych kupnem akcji poszczególnych firm, jest uwarunkowane ich wiedzą i stosunkiem do danego rynku, branży i spółki, te zaś są kształtowane poprzez relacje inwestorskie i stosowane zasady ładu korporacyjnego.

We współczesnej gospodarce, w sytuacji rozdzielenia własności od zarządzania, kluczową rolę w tworzeniu wartości spółki na rynku odgrywają jej menedżerowie. Pełnią oni funkcję liderów i kreatorów innowacji, zarówno w zakresie tworzenia produktów, jak i sposobów zarządzania. Wypełnianie powierzonych im zadań zależy nie tylko od posiadanych kwalifikacji i doświadczenia, ale również stosunku do otoczenia, którego prawem jest znajomość aktualnej sytuacji firm. Rzetelne wywiązywanie się z obowiązków i praca na rzecz właściwego wizerunku firmy w oczach inwestorów, a więc podnoszenie wartości wyceny jej akcji, to podstawowe zadania współczesnych menedżerów. Ich rola jest tym istotniejsza, że rada nadzorcza pełni zwykle funkcję jedynie oceniającą – kontrolną, a więc defensywną w funkcjonowaniu spółek. System *corporate governance*, który na globalnym rynku kapitałowym stanowi swoisty „magnes” dla inwestorów, ma na względzie dobro spółki, rozumiane jako jej interes ekonomiczny i pozaekonomiczny. Wynikają z niego postulaty np. o zachowaniu niezależności oraz kompetencjach członków rady nadzorczej jako organu kontrolnego w stosunku do zarządu (a także konieczność dokonywania przez nich samooceny).

Niestety, ocena pracy zarządzających spółkami bywa negatywna. Łamanie prawa przez zarządy korporacji jest zjawiskiem spotykanym w codziennej pracy (79% respondentów, według sondaży Gallupa), występuje również w Polsce (70%, według sondażu „Rzeczpospolitej”) [7]. Menedżerowie gwarantują sobie wysokie wynagrodzenia, opcje na akcje oraz odprawy. Od pracowników oczekują trudnych do osiągnięcia i oderwanych od rzeczywistości wyników. Często spotykany brak etyki gospodarczej, a nawet przestępstwa powodują nie tylko spadek zaufania pracowników, ale w konsekwencji są również weryfikowane przez rynek dzięki konieczności publikowania wyników i badania ich przez biegłych rewidentów.

Przedsiębiorstwo jest postrzegane jako narzędzie osiągnięcia celów, w tym zysków, dla jej właścicieli (akcjonariuszy). Rola kadry kierowniczej polega na wykorzystaniu aktywów spółki w maksymalny sposób (tak aby podnosić wartość giełdową firmy). Jednocześnie nie należy również zapominać o roli przedsiębiorstw w tworzeniu jakościowo satysfakcjonujących dóbr i usług. Ta ważna sfera działalności gospodarczej jest podstawą do budowania wizerunku społecznego przedsiębiorstwa i jego marki. To z kolei prowadzi do wniosku, że przedsiębiorstwo tworzy społeczność osób, których interesy są z nim związane (interesy te są zbieżne – ich celem jest przetrwanie i rozwój firmy) – taki punkt widzenia jest wypełnieniem zasad ładu korporacyjnego.

Spółki giełdowe są oceniane jako najefektywniejsze w działaniu w gospodarce rynkowej. Przyczyną takiego stanu jest stale aktualna wycena jej aktywów, dokonywana przez aktywnych inwestorów na rynku kapitałowym. Wycena ta jest dokonywana na podstawie osiągnięć przedsiębiorstwa w gospodarowaniu oraz dostosowa-

nie działań do wymogów prawnych (w tym transparentności). Jednak same działania zarządów spółek mogą nie być zgodne z zasadami etyki gospodarczej, sytuacja taka jest również weryfikowana przez rynek, ponieważ znajduje odzwierciedlenie w wyniku finansowym spółki.

Członkowie zarządu, jako osoby związane ze spółką jedynie poprzez kontrakt, nie biorą odpowiedzialności za jej przyszłość. Najczęściej starają się bowiem wykazywać jak najlepsze wyniki spółki, nawet jeżeli odbywa się to kosztem jej reputacji (stąd np. kryzysy firm Enron, Worldcom Global Crossing, ABB czy Vivendi, które były napędzane poszukiwaniem zysków za wszelką cenę). Zasady ładu korporacyjnego powinny być wdrażane w spółkach, ponieważ dają narzędzia umożliwiające kontrolę osób zarządzających w firmie, a co za tym idzie: dają dostęp do lepszej wiedzy właścicielom spółek (akcjonariuszom). Wiedza tych ostatnich może się stać czynnikiem decyzyjnym, kierującym kapitał na określony rynek.

Stosowane zasady ładu korporacyjnego informują inwestorów, że ich oszczędności, ulokowane w papierach wartościowych danej spółki, są wykorzystywane w sposób racjonalny i bezpieczny. Ustawodawcy kładą nacisk na wprowadzanie w życie założeń ładu korporacyjnego przez spółki poprzez tworzenie prawa chroniącego większość akcjonariuszy, ograniczającego praktyki *insider trading* (wykorzystywania informacji poufnych przez pracowników spółki), czy nakazywanie jawności danych finansowych. Procesy integracji rynków, również kapitałowych, przyczyniają się do szybkiego przepływu informacji o poszczególnych spółkach, a także o zróżnicowanych regulacjach prawnych. Efektywne rozwiązania są wykorzystywane w kolejnych regulacjach na innych rynkach, co przekłada się na wzrost efektywności funkcjonowania podmiotów w gospodarce światowej. Środki pochodzące od inwestorów są lokowane w podmiotach, które w najlepszy sposób wdrażają zasady chroniące interesy akcjonariuszy. Właściciele-akcjonariusze postulują wzrost swojej roli w procesach decyzyjnych dotyczących codziennego funkcjonowania spółek. Ład korporacyjny przyczynia się do rynkowej weryfikacji podmiotów, które wypełniają standardy dobrych praktyk, przez co zapewniają akcjonariuszom ochronę ich interesów. Funkcjonowanie takich spółek jest możliwe do weryfikacji i zgodne z prawem, a tylko takie w długim okresie są w stanie przyciągnąć kapitał od krajowych i zagranicznych inwestorów.

Zasady ładu korporacyjnego w oczywisty sposób przekładają się na rozwój rynku kapitałowego danego kraju. Obserwuje się, że im słabiej rozwinięty rynek finansowy, tym mniejszą wagę przykładają do uregulowań ładu korporacyjnego. Właściwy poziom ochrony interesów akcjonariuszy powoduje napływ ich kapitału do określonych spółek, co nie tylko daje im kapitał potrzebny do rozwoju, ale również umożliwia rozwój gospodarczy całego państwa. Rynek kapitałowy – postrzegany jako efektywny – korzystny dla inwestorów, transparentny i bezpieczny, przyciąga inwestorów z całego świata dzięki procesom globalizacji i liberalizacji przepływów kapitałowych w skali świata.

## Literatura

- [1] Bamberg G., Spremann K. (red.), *Agency Theory, Information and Incentives*, Springer Verlag Berlin, Heidelberg 1989.
- [2] Carson R. B., *Microeconomic Issues Today. Alternative Approaches*, St. Martin's Press, Nowy Jork 1987.
- [3] Elder A., *Zawód inwestor giełdowy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998.
- [4] Jajuga K., Kuziak K., Matkowski P., *Inwestycje finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1998.
- [5] Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- [6] Nowakowski J., Borowski K., *Zastosowanie teorii Carolana i Fischera na rynku kapitałowym*, Difin, Warszawa 2005.
- [7] Oblój K., *Ład korporacyjny. Zapowiedź nowych wartości*, „CEO Magazyn Top Menedżerów”, maj 2003.
- [8] Pyka I. (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2003.
- [9] Socha J., *Rynek. Gielda. Inwestycje*, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu SA OLYMPUS, Warszawa 1998.
- [10] Varian H.R., *Mikroekonomia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- [11] Wojtyła A. (red.), *Instytucjonalne problemy transformacji gospodarki w świetle teorii agencji*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2005.

### THE INFLUENCE OF DIVERSIFIED CORPORATE GOVERNANCE MODELS ON THE INVESTORS DECISIONS ON THE GLOBAL CAPITAL MARKET

**Summary:** In the times of globalization of capital markets and liberalization of capital flows investments can range all world economies. The attractiveness of companies contributes to attracting the capitals from international financial markets, meanwhile the number of transactions on the market of a given country extorts the process of their service, and in consequence of the development of the whole market, institutions and instruments. The level of the attractiveness of companies is marked through the stage of the implementation and applying of the principles of the corporate governance. The degree of obeying the adjustment of the corporate governance conditions taking investments on a given market. Investors seek the markets on which their businesses will be treated with attention: they will assure the access to information, control of firm's managers and profits about the waited value. This shows the corporate governance as the decision factor in making the choice of the place of an investment, particularly in the times of telecommunication facilities and the easier access to information.

**Key words:** corporate governance, agency theory, capital markets, investment decisions.