

Katarzyna Kreczmańska-Gigol

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

ORCID: 0000-0001-8483-9740

e-mail: kgigol@sgh.waw.pl

JEL Classification: O16, G32, N24

Tomasz Gigol

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

ORCID: 0000-0001-7018-4552

e-mail: tgigol@sgh.waw.pl

DOBRE PRAKTYKI HYBRYDOWYCH SPÓŁEK SKARBU PAŃSTWA NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

GOOD PRACTICES OF HYBRID STATE-OWNED ENTERPRISES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

<https://doi.org/10.34739/maj.2024.01.07>

Streszczenie: Przedsiębiorstwa państwowe odgrywają dużą rolę we współczesnej światowej gospodarce. Jednak stawia się im zarzut niskiej efektywności będącej skutkiem ułomnego ładu korporacyjnego. Przedsiębiorstwa państwowe notowane na giełdzie to hybrydowe spółki, ponieważ łączą różne logiki instytucjonalne. Spółki notowane na giełdzie, aby uzyskać legitymację od interesariuszy, przekazują informacje na rynek. Interesariusze oczekują od spółek rzetelnych informacji na temat realizacji celów, na których im zależy. Ład korporacyjny jest monitorowany na podstawie raportów przestrzegania przez notowane spółki dobrych praktyk spółek giełdowych. Postanowiono zbadać przydatność dla interesariuszy raportów przestrzegania zasad dobrych praktyk spółek na GPW w Warszawie do oceny ładu korporacyjnego. Problemem przedsiębiorstw państwowych jest ład korporacyjny ze względu na konieczność łączenia logiki korporacyjnej i logiki państwa. Hybrydowe spółki Skarbu Państwa (SSP) dodatkowo muszą kierować się także logiką rynku kapitałowego. Dlatego przedmiotem badania było przestrzeganie dobrych praktyk spółek giełdowych przez hybrydowe SSP notowane na GPW w Warszawie. Celem badania było sprawdzenie, jaki jest ich ład korporacyjny w porównaniu do innych spółek. Przeprowadzono badania ilościowe wykorzystując współczynnik COMPLY. Okazało się, że hybrydowe SSP wypadły lepiej niż pozostałe spółki notowane w tych samych indeksach giełdowych oraz w tych samych sektorach. Wyniki badań wskazują więc na niedoskonałość systemu raportowania dobrych praktyk.

Słowa kluczowe: hybrydowe spółki Skarbu Państwa, ład korporacyjny, przestrzeganie dobrych praktyk spółek giełdowych, współczynnik COMPLY

Abstract: State-owned enterprises play a major role in today's global economy. However, they are accused of low efficiency as a result of flawed corporate governance. Listed state-owned enterprises are hybrid companies because they combine different institutional logics. Listed companies, in order to gain legitimacy from stakeholders, provide information to the market. Stakeholders expect companies to provide reliable information on the achievement of goals they care about. Corporate governance is monitored on reports of listed companies' adherence to good practices of listed companies. It was decided to investigate the usefulness for stakeholders of reports on compliance with the good practice of companies on the Warsaw Stock Exchange for assessing corporate governance. Corporate governance is a problem for state-owned enterprises due to the need to combine corporate and state logic. Hybrid state-owned enterprises (SOEs) also have to follow the logic of the capital market. Therefore, the subject of the study was compliance with good practices of listed companies by hybrid SOEs listed on the Warsaw Stock Exchange. The aim of the study was to find out how their corporate governance compares with other companies. A quantitative study was conducted using the COMPLY factor. It turned out that hybrid SOEs performed better than other companies listed on the same stock indices and in the same sectors. Thus, the results of the study point to the inadequacy of the good practice reporting system.

Keywords: hybrid SOEs, corporate governance, compliance with best practices of listed companies, COMPLY ratio

Wstęp

Przedsiębiorstwa państwowe odgrywają dużą rolę we współczesnej światowej gospodarce. Jednakże charakteryzują się one niską efektywnością będącą skutkiem ułomnego ładu korporacyjnego. Przedsiębiorstwa państwowe to nie tylko przedsiębiorstwa, w których państwo posiada ponad 50% udziałów, ale również takie, które faktycznie są przez państwo kontrolowane, chociaż jego udziały są niższe (Peng i in., 2016). Przedsiębiorstwa państwowe notowane na giełdzie to hybrydowe spółki, ponieważ łączą różne logiki instytucjonalne – logikę korporacyjną, logikę państwa i logikę rynku kapitałowego, co jest charakterystyczne dla paradoksu w zarządzaniu (Czakon, 2012).

Przedsiębiorstwa powinny realizować cele wszystkich interesariuszy (Yihong i in., 2024). Spółki notowane na giełdzie, aby uzyskać legitymację od interesariuszy przekazują informacje na rynek. Działalność spółek powinna być przejrzysta (Aluchna i in., 2024), a interesariusze oczekują od spółek rzetelnych informacji na temat realizacji celów, na których im zależy.

Jednym z narzędzi transparentności są raporty niefinansowe, które zawierają informacje potrzebne interesariuszom, których nie zawierają sprawozdania finansowe (Krużycka, Martyniuk, 2020). Z przemianami społeczno-gospodarczymi i wprowadzaniem restrykcyjnych regulacji prawnych w zakresie raportowania danych niefinansowych wiąże się ESG (ang. Environmental, Social, Corporate Governance) (Rau, Yu, 2024), a jego ważną częścią jest corporate governance, czyli ład korporacyjny (Annesi i in., 2024; Elamer, Boulhaga, 2024). Interesariusze oczekują dobrej jakości informacji, żeby właściwie ocenić przedsiębiorstwo, ale nadmiar informacji może zaburzać komunikację między przedsiębiorstwem a interesariuszami (Matuszyk, 2018).

Spółki, które stosują zasady ładu korporacyjnego i rzetelnie je raportują są postrzegane jako wiarygodne (Wójcik-Jurkiewicz, 2022). Ład korporacyjny jest monitorowany na podstawie raportów przestrzegania przez notowane spółki dobrych praktyk spółek giełdowych. Postanowiono zbadać przydatność dla interesariuszy raportów przestrzegania zasad dobrych praktyk spółek na GPW w Warszawie do oceny ładu korporacyjnego. Problemem przedsiębiorstw państwowych jest ład korporacyjny, ze względu na konieczność łączenia logiki korporacyjnej i logiki państwa. Hybrydowe spółki Skarbu Państwa (SSP) dodatkowo muszą kierować się także logiką rynku kapitałowego. Dlatego jako grupę badawczą wybrano hybrydowe SSP notowane na GPW w Warszawie. Przedmiotem badania było przestrzeganie przez nie dobrych praktyk spółek giełdowych. Celem badania było sprawdzenie, jaki jest ład korporacyjny hybrydowych SSP w porównaniu do innych spółek. Przeprowadzono badania ilościowe wykorzystując współczynnik COMPLY. Porównano współczynnik COMPLY badanych spółek z innymi spółkami notowanymi w tych samych indeksach oraz sektorach.

Przegląd literatury

Hybrydowe organizacje to organizacje wielotożsamościowe (Jay, 2013), które włączają elementy z różnych logik instytucjonalnych (Pache, Santos, 2013). W notowanych na giełdzie spółkach z udziałem Skarbu Państwa łączą się różne logiki instytucjonalne charakterystyczne dla własności państwowej i prywatnej (Bruton i in., 2015). Dlatego należą one do organizacji o charakterze hybrydowym (Battilana, Dorado, 2010).

Przedsiębiorstwa państwowe są zwykle skoncentrowane wokół strategicznych sektorów gospodarki, takich jak przemysł wydobywczy, paliwowy, energetyczny i transportowy. Są one ważną częścią światowej gospodarki, bo wytwarzają ok. 10% globalnego PKB (Bruton i in., 2015), a szczególnego znaczenia nabierają w czasie kryzysów ekonomicznych. Przedsiębiorstwo państwowe to przedsiębiorstwo, w którym rząd centralny sprawuje własność i kontrolę (Postuła, Kabut, 2020). W szerszym znaczeniu przedsiębiorstwa państwowe obejmują też przedsiębiorstwa kontrolowane przez państwo (np. Peng i in., 2016). Taką definicję spółki Skarbu Państwa (SSP) przyjęto w niniejszym artykule.

Notowane na giełdzie przedsiębiorstwa państwowe podlegają trzem różnym logikom instytucjonalnym (Dai i in., 2017; Hensel, 2015). Zgodnie z logiką korporacyjną SSP jest niezależnym podmiotem gospodarczym, na którym spoczywa odpowiedzialność za rozwój, zarządzanie wydajnością i konkurowanie na rynku. Druga

logika to logika rynku kapitałowego, SSP notowane na giełdzie, kierują się wartością dla akcjonariuszy, ceną akcji, a także podlegają presji rynków kapitałowych, które starają się wymusić decyzje chroniące wartość dla akcjonariuszy (Fioretti i in., 2021). Wreszcie trzecia logika, czyli logika państwa, określa jako główne obowiązki ochronę majątku państwowego, wdrażanie polityki rządowej oraz utrzymanie stabilności społecznej. Logika państwowa była czynnikiem wspierającym filantropię korporacyjną hybrydowych SSP w kryzysie pandemicznym (Gigol, Kreczmańska-Gigol, 2022). Spółki giełdowe kontrolowane przez Skarb Państwa wypełniają więc definicję wielotożsamościowych organizacji hybrydowych (Jay, 2013). Dylematy związane z różnymi logikami instytucjonalnymi dotyczą różnych grup udziałowców i nakładają się na nie wymagania Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące obowiązków informacyjnych i traktowania akcjonariuszy mniejszościowych.

Zarządzanie hybrydowymi SSP na najwyższym szczeblu ma charakter zarządzania w sytuacji paradoksu. Paradoksy odnoszą się do sprzeczności, które oddziałują na zachowanie w organizacjach, towarzyszą decyzjom menedżerów lub też są wywoływane przez strategie przedsiębiorstw (Czakon, 2012). Inna definicja określa paradoksy jako „sprzeczne, ale powiązane ze sobą elementy, które istnieją jednocześnie i utrzymują się w czasie” (Smith, Lewis, 2011, s. 382).

Jest wiele definicji ładu korporacyjnego. Jego istotę dobrze oddaje definicja, według której ład korporacyjny skupia się na tym, kto kontroluje spółkę, w czyim interesie jest ona zarządzana oraz w jaki sposób jest sprawowana kontrola (Gospel, Pendleton, 2003, s. 560). Inwestorzy giełdowi są mocno zainteresowani raportowaniem ładu korporacyjnego spółek, ponieważ informacje zawarte w raportach zmniejszają asymetrię informacyjną między podmiotami na rynku, a także wpływają pozytywnie na koszty agencji (Pasquariello, 2024). W przypadku spółek skarbu państwa, oprócz rozdzielania własności od procesu zarządzania i kontroli nad tym procesem, co jest charakterystyczne dla spółek giełdowych, dochodzi oddzielenie własności od osób, które tę własność reprezentują. Skarb państwa jako właściciel jest reprezentowany w spółkach skarbu państwa przez odpowiedniego ministra. Tymczasem hegemonem jest społeczeństwo, a rząd jest jedynie agentem „wynajętym” przez społeczeństwo do reprezentowania jego interesu. Minister jest więc bezpośrednio przedstawicielem agenta, a nie właściciela (Szarzec, 2023). Sprawę komplikuje jeszcze to, że minister kontroluje spółki skarbu państwa za pośrednictwem urzędników swojego ministerstwa. Tak więc w spółkach skarbu państwa problem agencji i związanych z nią kosztów jest bardzo wyraźnie widoczny (Huo i in., 2024; Coelho i in., 2024, s. 8-9). W literaturze wskazuje się, że przedsiębiorstwa państwowe są nieefektywne, a podstawową przyczyną tego jest nieskuteczne zarządzanie i niedoskonały ład korporacyjny (Huo i in., 2024; Grossi i in., 2015).

Ład korporacyjny to zasady, relacje, systemy i procesy, w ramach których sprawowana i kontrolowana jest władza w organizacjach (Błażyńska, 2024, s. 93). Z ładem korporacyjnym są mocno związane dwie ważne teorie – teoria interesariuszy oraz teoria legitymizacji (Błażyńska, 2024). Definicję interesariuszy sformułował Freeman, który interesariuszami nazwał podmioty, które wywierają wpływ na realizację celów organizacji, a jednocześnie same odczuwają skutki realizacji tych celów (Freeman, 1984, s. 46). Zarządzanie związkami z interesariuszami polega na budowaniu z nimi długotrwałych relacji (Szaflarski, 2023). Organizacja powinna dążyć do tego, żeby realizować cele ważne dla wszystkich interesariuszy (Yihong i in., 2024). Tymczasem istnieją duże różnice między celami poszczególnych interesariuszy (Ptaszyńska, 2023, s. 15), a przedsiębiorstwo musi pogodzić interesy różnych grup interesów (Wierzbicka, 2018). Dla realizacji celów przedsiębiorstwa istotny jest podział interesariuszy na pierwszoplanowych (strategicznym) oraz na drugoplanowych (Szaflarski, 2023), ponieważ różnią się oni siłą, legitymizacją oraz pilnością (Manczak, Bajak, 2024). Podstawowe prawo interesariuszy to dostęp do informacji na temat działalności spółki, czyli działalność spółek powinna być przejrzysta (Aluchna i in., 2024).

Zgodnie z teorią legitymizacji, jeśli interesariusze mają określone oczekiwania wobec przedsiębiorstwa, to w odpowiedzi na te oczekiwania przedsiębiorstwo za pośrednictwem różnych kanałów komunikacji będzie przekazywało informacje, które wpłyną na legitymizację, czyli akceptację, ze strony interesariuszy działań przedsiębiorstwa (Szadzińska i in., 2024; Zyznarska-Dworczak, 2024). Przedsiębiorstwa są pod-

miotem legitymizacji, prowadzona przez nie działalność, w tym przestrzeganie norm ładu korporacyjnego, jest przedmiotem legitymizacji, a interesariusze są oceniającymi legitymację (Suddaby i in., 2017; Szadziwska i in., 2024). Dzięki akceptacji interesariuszy, czyli pozytywnej legitymacji, podmiot legitymizacji otrzymuje legitymację lub ją wzmacnia (Szadziwska i in., 2024). Można wyróżnić trzy strategie legitymizacji – minimalistyczną (ograniczanie się do działań, które w minimalny sposób spełnią oczekiwania interesariuszy, np. przestrzeganie obowiązujących przepisów i norm), maksymalistyczną (wykazywanie się innowacyjnością, odgrywanie roli lidera i wzorca dla innych podmiotów, czyli przekraczanie oczekiwań interesariuszy), konformistyczną, nazywaną też pragmatyczną lub instrumentalną (przekazywanie wybranych, wygodnych dla podmiotu informacji, koncentrowanie się na identyfikacji i przestrzeganiu priorytetów najważniejszych interesariuszy, menedżerskie budowanie przekazu w celu uzyskania legitymizacji, nawet przy użyciu manipulacji) (Tost, 2011).

Pozytywna legitymizacja ze strony interesariuszy zwiększa prawdopodobieństwo przetrwania przedsiębiorstwa, ponieważ jest ono lepiej postrzegane na rynku (Tost, 2011). Stosowanie przez spółkę zasad ładu korporacyjnego i rzetelne raportowanie zwiększa jej wiarygodność, a niedostateczne stosowanie się do tych zasad uznaje się za istotny czynnik ryzyka inwestycyjnego (Wójcik-Jurkiewicz, 2022). Wiele badań empirycznych potwierdza związek między stosowaniem dobrych praktyk ładu korporacyjnego a niektórymi miernikami efektywności przedsiębiorstw (Aluchna i in., 2024). Jednakże np. Aluchna i Kuszewski na polskiej giełdzie nie stwierdzili tej zależności, a zależność odwrotną między przestrzeganiem zasad ładu korporacyjnego i wartością spółki (Aluchna, Kuszewski, 2020).

Zadaniem ładu korporacyjnego jest zapewnienie równego traktowaniem wszystkich akcjonariuszy, służy realizacji celów wszystkich interesariuszy i określa zasady sprawowania kontroli w spółce. W przypadku spółek, których udziałowcem jest Skarb Państwa dochodzi realizacja celów tego szczególnego udziałowca, który może kontrolować spółkę faktycznie, nawet jeśli nie posiada ponad 50% akcji (Gigol, Kreczmańska-Gigol, 2021, s. 88-89).

Dobre praktyki wypełniają lukę regulacyjną występującą pomiędzy regulacją prawotwórczą a mechanizmem rynkowym (Wierzbicka, 2018). Zasady zawarte w kodeksach dobrych praktyk opierają się na generalnej zasadzie „przestrzegaj lub wyjaśnij”. Przestrzeganie kodeksów nie jest obowiązkowe, ale ujawnianie informacji dotyczących ich przestrzegania jest obowiązkowe (MacNeil, Li, 2006). Kodeksy dobrych praktyk mają więc charakter samoregulacyjny i zawierają szereg zaleceń dotyczących: praw akcjonariuszy, procedur funkcjonowania walnego zgromadzenia akcjonariuszy, obowiązków zarządu, który odpowiada przed akcjonariuszami i interesariuszami, procedur funkcjonowania rady nadzorczej, standardy przejrzystości, których wyrazem jest polityka informacyjna dotycząca strategii spółki, sytuacji finansowej, struktury własności, składu i struktury zarządu, regulaminów spółki oraz wynagrodzenia kadry kierowniczej (Aluchna, 2017).

Jednak charakter udziałowca, jakim jest Skarb Państwa, jest szczególny. Skarb Państwa jest specyficznym akcjonariuszem, którego działania są silnie uzależnione od decyzji politycznych. Często posiada też więcej kontroli niż wynika to z własności udziałów (Bałtowski, Kwiatkowski, 2019). Przy czym Skarb Państwa jako akcjonariusz czasem podejmuje działania na szkodę akcjonariuszy mniejszościowych (Bałtowski, 2017). Urzędnicy państwowi są *quasi*-organem spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa, który nadzoruje te przedsiębiorstwa i wpływa na ich ład korporacyjny (Postuła, Wieczorek, 2021). Poza tym, o ile formalnie zarządy przedsiębiorstw z udziałem Skarbu Państwa nie są zobowiązane do uwzględniania interesów kontrolującego je ministerstwa i powinny działać w najlepszym interesie przedsiębiorstwa, o tyle zasada ta jest osłabiana przez mechanizmy nieformalne. Członków rady nadzorczej powołuje minister, więc mają oni świadomość konieczności działania zgodnie z interesem ministerstwa (Wąsowska, Postuła, 2018). Wydaje się więc, że w obliczu prośby o wsparcie publicznych, pozabiznesowych potrzeb wyrażonych przez rząd, łatwiej zarządom spełnić te oczekiwania.

Wiele się mówi o patologjach w hybrydowych SSP – np. nierespektowaniu praw akcjonariuszy mniejszościowych, niekierowaniu się logiką rynku, nieefektywności w zarządzaniu personelem (Grossi i in., 2015; Klausen, Winsvold, 2021).

Dlatego zaproponowano pytanie badawcze: *Jak prezentuje się przestrzeganie dobrych praktyk przez hybrydowe SSP – na tle WIG i na tle sektorów?*

Metodologia

Celem przeprowadzonego badania była ocena stosowania zasad „Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW” przez spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, kontrolowanych przez Skarb Państwa, czyli hybrydowych spółek Skarbu Państwa. Zastosowano metodę ilościową w oparciu o współczynnik COMPLY. Współczynnik COMPLY pokazuje stopień stosowania dobrych praktyk spółek notowanych na GPW w procentach. Oblicza się go dzieląc liczbę zasad stosowanych przez spółkę przez liczbę wszystkich obowiązujących zasad, którym podlega dana spółka (PWC wrzesień 2023, s. 3). Badaniem objęto 17 hybrydowych spółek Skarbu Państwa: Alior Bank SA, Bogdanka SA, BOŚ Bank SA, ENEA SA, GPW SA, Grupa AZOTY SA, Grupa Azoty Zakłady Chemiczne Police SA, JSW SA, KGHM PM SA, Pekao SA, PGE SA, PKN Orlen SA, PKO BP SA, Polski Holding Nieruchomości SA, Grupa Azoty Puławy SA, PZU SA, Tauron Polska SA.

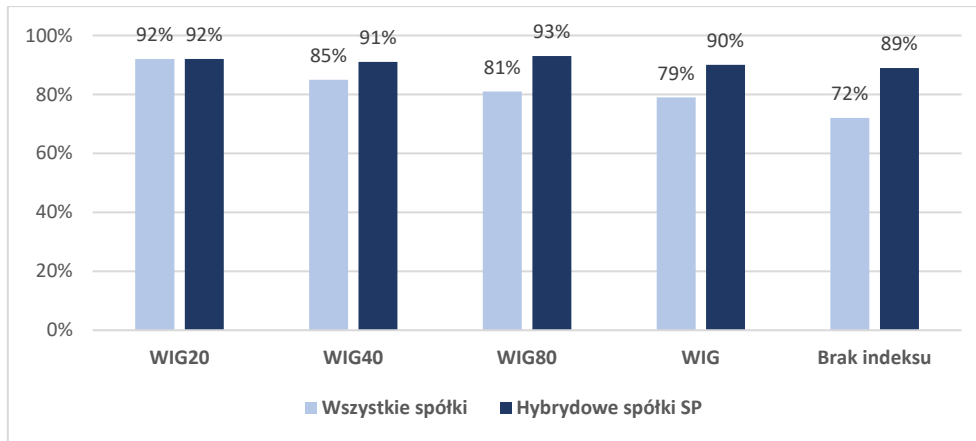
Badano stosowanie aktualnie obowiązujących zasad zawartych w dokumencie opracowanym przez Komitet ds. Ładu Korporacyjnego DPSN2021 („DOBRE PRAKTYKI SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW 2021”, 2021), w podziale na sześć grup: polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami; zarząd i rada nadzorcza; systemy i funkcje wewnętrzne; walne zgromadzenie i relacje z akcjonariuszami; konflikt interesów i transakcje z podmiotami powiązаныmi; wynagrodzenia. Ocena stosowania przeprowadzona została na dzień 13 lutego 2024 r.

Na dzień dokonania oceny na GPW w Warszawie notowanych było 410 spółek, spośród nich jedynie 10, czyli 2,44% stosowało wszystkie zasady dobrych praktyk. Piętnaście spółek nie dostarczyło raportu na temat ich stosowania (3,66%), a cztery stosowały mniej niż 50% zasad (0,98%) [<https://www.stockwatch.pl/skarb-panstwa.aspx>, dostęp: 13.02.2024]. Badaniem objęto 17 hybrydowych spółek skarbu państwa. Nie było wśród nich takich, które nie dostarczyły raportu ani spółek stosujących mniej niż 50% zasad. Dwie spółki, czyli ok. 11,76%, stosowały wszystkie zasady. To oznaczało, że hybrydowe SSP wypadały lepiej od pozostałych spółek.

Wyniki i dyskusja

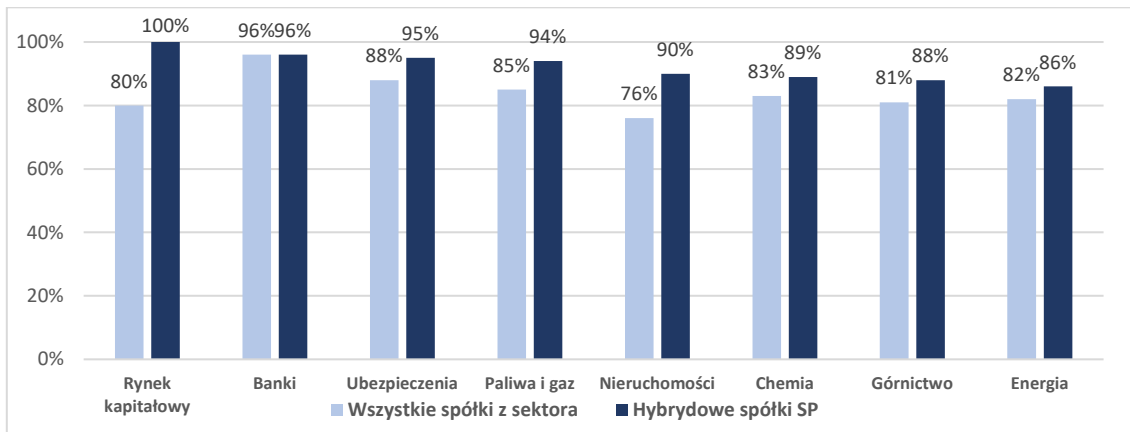
Analizę stosowania zasad „Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW” przez wszystkie badane hybrydowe spółki Skarbu Państwa na tle innych spółek notowanych na GPW rozpoczęto od wyliczenia współczynnika COMPLY, pokazującego w syntetyczny sposób poziom stosowania wszystkich zasad. Wskaźnik ten wyliczono dla badanych spółek w podziale na indeksy, w których te spółki były notowane. Następnie średni poziom wskaźnika dla badanych spółek porównano ze średnią wartością wskaźnika dla wszystkich spółek z indeksów (rysunek 1). Następnie badane spółki podzielono na sektory i porównano ze spółkami giełdowymi sektorowymi (rysunek 2).

W przypadku współczynnika COMPLY hybrydowe SSP w większości przypadków wypadły lepiej lub tak samo jak spółki z tego samego indeksu (rysunek 1) i z tego samego sektora (rysunek 2), czyli zasadniczo charakteryzowały się w większości przypadków wyższą wartością wskaźnika, a jedynie w przypadku banków średni poziom tego wskaźnika był taki sam wśród banków kontrolowanych przez Skarb Państwa i wszystkich banków notowanych na GPW.



Rysunek 1. Wartość wskaźnika COMPLY spółek notowanych na GPW w podziale na wszystkie spółki i spółki kontrolowane przez Skarb Państwa w zależności od indeksu notowań

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://www.stock.watch.pl/skarb-panstwa.aspx> (dostęp: 13.02.2024).

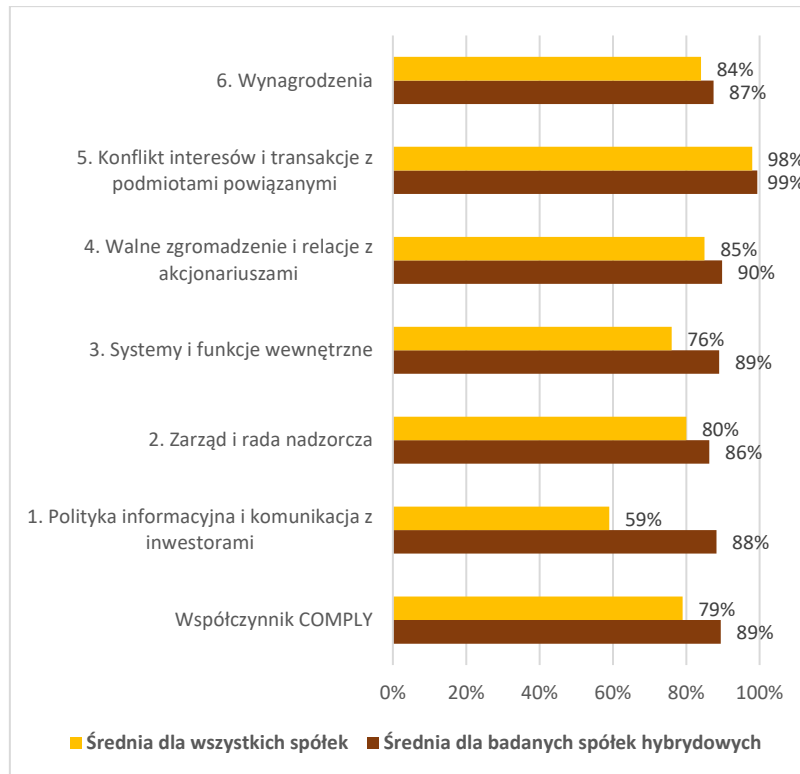


Rysunek 2. Wartość wskaźnika COMPLY spółek notowanych na GPW w zależności od sektora w podziale na wszystkie spółki i hybrydowe spółki Skarbu Państwa w układzie sektorowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: <https://www.stock.watch.pl/skarb-panstwa.aspx> (dostęp: 13.02.2024).

Kolejnym krokiem w badaniu było porównanie komponentów wskaźnika COMPLY dla badanych spółek i wszystkich spółek z GPW. Wyniki przedstawiono na rysunku 3. Można zauważyć, że w porównaniu do średniej dla spółek notowanych na GPW w Warszawie hybrydowe SSP uzyskały lepsze wyniki wszystkich sześciu komponentów, czyli grup zasad, branż pod uwagę przy wyliczaniu wskaźnika. Wyniki badania były zaskakujące, ponieważ wskazywały, że ład korporacyjny w hybrydowych SSP jest lepszy niż przeciętnie w spółkach giełdowych. Te wyniki stoją w sprzeczności z wnioskami płynącymi z literatury przedmiotu, gdzie wskazuje się, że ład korporacyjny w przedsiębiorstwach państwowych jest zły, co prowadzi do wielu patologii. Mogą być dwa wytłumaczenia: albo hybrydowość spółek prowadzi do zmniejszania negatywnych zjawisk związanych z ładem w przedsiębiorstwach państwowych, albo przyjęty system raportowy stosowania dobrych praktyk ład korporacyjny jest ułomny i nie spełnia swojego zadania.

Wyniki badań publikowane w literaturze przedmiotu nie wskazują na to, że hybrydowość spółek prowadzi do poprawy ich ład korporacyjny na tyle, żeby był on lepszy niż w spółkach prywatnych (Coelho i in., 2024, s. 8). Raczej można przypuszczać, że potrójna logika, która im towarzyszy może jeszcze utrudniać zarządzanie w stosunku do podwójnej logiki, która towarzyszy działalności przedsiębiorstw państwowych, niebędących spółkami giełdowymi. W literaturze można znaleźć natomiast publikacje, w których samoregulacyjna funkcja dobrych praktyk jest kwestionowana (MacNeil, Li, 2006). Wyniki przeprowadzonego badania mogą również prowadzić do takiego wniosku.



Rysunek 3. Wskaźnik COMPLY w podziale na jego komponenty dla badanych hybrydowych spółek Skarbu Państwa oraz wszystkich spółek notowanych na GPW

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych – <https://www.stock.watch.pl/skarb-panstwa.aspx> (dostęp: 13.02.2024).

Być może wytłumaczeniem otrzymanych wyników badania jest to, że hybrydowe spółki Skarbu Państwa stosują konformistyczną strategię legitymizacji – koncentrują się na identyfikacji i przestrzeganiu priorytetów strategicznych interesariuszy, do których należy Skarb Państwa, ale na rynek przekazują wygodne dla siebie informacje (Mauron, 2018; Tost, 2011). Dobre wskaźniki stosowania zasad dobrych praktyk przez te podmioty mogą świadczyć o niewielkiej przydatności tego rodzaju raportowania dla interesariuszy lub o manipulacji informacjami przez spółki hybrydowe.

Wnioski

Wyniki oceny stosowania dobrych praktyk przez hybrydowe SSP notowane na GPW w Warszawie wskazują, że ład korporacyjny w spółkach hybrydowych jest lepszy niż w przeciętnych spółkach notowanych w tych samych indeksach i działających w tych samych sektorach. Wniosek ten stoi w sprzeczności z wynikami badań dotyczącymi ładu korporacyjnego w przedsiębiorstwach państwowych. Tymczasem przedsiębiorstwa państwowe podlegają podwójnej logice – logice państwa i logice korporacyjnej, a w przypadku hybrydowych spółek dochodzi jeszcze trzecia logika – logika rynku kapitałowego. Przedsiębiorstwa muszą dążyć do zaspokojenia potrzeb wszystkich interesariuszy, a te potrzeby mogą się od siebie znacznie różnić. Przedsiębiorstwa dążąc do uzyskania legitymizacji ze strony interesariuszy starają się przekazywać interesariuszom informacje, których oni oczekują. Informacje niefinansowe, a takimi są raporty dotyczące przestrzegania dobrych praktyk spółek giełdowych, odgrywają coraz większą rolę w procesie legitymizacji. Jednak wyniki przeprowadzonego badania wskazują, że albo zasady raportowania są niedoskonałe i należy je zmienić, albo też spółki przekazują informacje, które nie są rzetelne. Wyniki badania stoją bowiem w sprzeczności z innymi badaniami na temat ładu korporacyjnego w przedsiębiorstwach państwowych.

Należałoby w przyszłości zbadać problem samoregulacyjnej funkcji dobrych praktyk, żeby potwierdzić tezę, że nie spełniają one roli rzetelnego źródła informacji, które może być podstawą legitymizacji działalności spółek giełdowych. Być może należałoby zastanowić się nad zmianą formuły ilościowej oceny

ładu korporacyjnego na rzecz oceny jakościowej. Innym rozwiązaniem mogłoby być zastąpienie oświadczeń składanych przez spółki przez raporty składające się z szeregu szczegółowych pytań, na podstawie których interesariusze mogliby ocenić w sposób bardziej miarodajny ład korporacyjny spółek giełdowych. Jeśli bowiem wnioski na temat ładu korporacyjnego w hybrydowych SSP wyciągane na podstawie raportów przestrzegania dobrych praktyk nie są zgodne z rzeczywistością, to może to dotyczyć także innych spółek.

Interesariusze potrzebują informacji rzetelnych, pełnych i odpowiadających rzeczywistości. Rzeczywistość wskazuje, że ład korporacyjny w spółkach hybrydowych jest słaby, a trudności w zarządzaniu tymi spółkami są związane z koniecznością funkcjonowania tych spółek w warunkach paradoksu. Należałoby przeprowadzić badania, które potwierdziłyby sens raportowania dobrych praktyk albo wskazały na jego brak.

Bibliografia

- Aluchna, M. (2017). *Corporate Governance Best Practice: Tasks and Shortcomings*. W: Aluchna, M., Idowu, S.O. (red.), *Responsible Corporate Governance: Towards Sustainable and Effective Governance Structures*, s. 97-110. Cham: Springer.
- Aluchna, M., Kuszewski, T. (2020). Does corporate governance compliance increase company value? Evidence from the best practice of the board. *Journal of Risk and Financial Management* 13(10), p. 242.
- Aluchna, M., Roszkowska-Menkes, M., Khan, S. (2024). Corporate governance perspective on environmental reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 31(3), p. 1550-1577. DOI: 10.1002/csr.2643.
- Annesi, N., Battaglia, M., Ceglia, I., Mercuri, F. (2024). Navigating paradigms: building a sustainable strategy for an integrated ESG corporate governance. *Management Decision*. DOI: 10.1108/MD-10-2023-2006.
- Bałtowski, M. (2017). Więcej władzy niż własności – Skarb Państwa jako szczególny inwestor na GPW w Warszawie. *Studia Ekonomiczne* 1, p. 27-45.
- Bałtowski, M., Kwiatkowski, G. (2019). Miejsce przedsiębiorstw państwowych we współczesnej gospodarce – Polska na tle świata. *Ekonomista* (1), p. 21-44.
- Battilana, J., Dorado, S. (2010). Building sustainable hybrid organizations: The case of commercial microfinance organizations. *Academy of Management Journal* 53(6), p. 1419-1440.
- Błazyńska, J. (2024). Polityka rachunkowości w zakresie ładu korporacyjnego zrównoważonego rozwoju. W: M. Remlein, M. Masztalerz (red.), *Polityka rachunkowości w kształtowaniu obrazu jednostki gospodarczej*, s. 91-105. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. DOI: 10.18559/978-83-8211-219-1/6.
- Bruton, G.D., Peng, M.W., Ahlstrom, D., Stan, C., Xu, K. (2015). State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. *Academy of Management Perspectives* 29(1), p. 92-114.
- Coelho, D., Teodorovic, T., Fritscher, A.M., Cafe, R.M., Lazzarini, S., Ikawa, J.N.R. (2024). Monitoring the Governance of State-Owned Enterprises: Assessing the Impact of Brazilian Corporate Governance Reforms. *IDB Working Paper Series*, 1590, Inter-American Development Bank.
- Czakon, W. (2012). Równowaga a wzrost – relacja odwróconego U w naukach o zarządzaniu. *Przegląd Organizacji* 10, p. 7-10.
- Dai, N.T., Tan, Z.S., Tang, G., Xiao, J.Z. (2017). IPOs, institutional complexity, and management accounting in hybrid organizations: a field study in a state-owned enterprise in China. *Management Accounting Research* 36, p. 2-23.
- Elamer, A.A., Boulhaga, M. (2024). ESG controversies and corporate performance: The moderating effect of governance mechanisms and ESG practices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 31, p. 3312-3327.
- Freeman, R.E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman Publishing Inc.
- Gigol, T., Kreczmańska-Gigol, K. (2021). Kryzys COVID-19 a zachowania spółek Skarbu Państwa. Warszawa: PTE.
- Gigol, T., Kreczmańska-Gigol, K. (2022). Obywatelstwo korporacyjne i filantropia korporacyjna hybrydowych spółek z udziałem Skarbu Państwa w kryzysie COVID-19. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów* (183), p. 19-31.
- Gospel, H., Pendleton, A. (2003). Finance, corporate governance and the management of labour: A conceptual and comparative analysis. *British Journal of Industrial Relations* 41(3), p. 557-582.
- Grossi, G., Papenfuß, U., Tremblay, M-S. (2015). Corporate governance and accountability of state-owned enterprises: Relevance for science and society and interdisciplinary research perspectives. *International Journal of Public Sector Management* 28, 4/5, p. 274-285. DOI: 10.1108/IJPSM-09-2015-0166.
- Hensel, P. (2015). Wykorzystanie koncepcji konkurujących logik instytucjonalnych w badaniach organizacji. *Organizacja i Kierowanie* 168, p. 47-60.

- Huo, X., Zhao, Y., Dong, Z. (2024). How mixed ownership affects investment efficiency? Evidence from state-owned enterprises in China. *PLoS ONE* 19(6), p. e0306190. DOI: 10.1371/journal.pone.0306190.
- Jay, J. (2013). Navigating paradox as a mechanism of change and innovation in hybrid organizations. *Academy of Management Journal* 56(1), p. 137-159.
- Klausen, J.E., Winsvold, M. (2021). Corporate governance and democratic accountability: Local state-owned enterprises in Norway. *Journal of Public Policy* 41(1), p. 161-184.
- Krużycka, N., Martyniuk, T. (2020). Informacje niefinansowe w sprawozdawczości przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego. *Przestrzeń, Ekonomia, Społeczeństwo* (18/II), p. 117-152.
- MacNeil, I., Li, X. (2006). "Comply or Explain": market discipline and non-compliance with the Combined Code. *Corporate Governance: An International Review* 14(5), p. 486-496.
- Manczak, I., Bajak, M. (2024). Osoby z niepełnosprawnością jako interesariusze organizacji. *Przegląd Prawno-Ekonomiczny* 1, p. 95-110.
- Matuszyk, I. (2018). Wiarygodność ujawnianych informacji jako podstawa właściwej komunikacji z interesariuszami. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* (92), p. 105-113.
- Pache, A.C., Santos, F. (2013). Inside the hybrid organization: Selective coupling as a response to competing institutional logics. *Academy of Management Journal* 56(4), p. 972-1001.
- Pasquariello, P. (2024). Agency Cost and Strategic Speculation in the U.S. Stock Market. *The Review of Corporate Finance Studies* 13, p. 147-190. DOI: 10.1093/rcfs/cfac009.
- Peng, M.W., Bruton, G.D., Stan, C.V., Huang, Y. (2016). Theories of the (state-owned) firm. *Asia Pacific Journal of Management* 33(2), p. 293-317.
- Postuła, I., Kabut, M. (2020). The Influence of Regulations on SOEs: The Perception of Polish SOEs' Board Members. W: *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, s. 241-259. Cham: Springer.
- Postuła, I., Wieczorek, A. (2021). Government officials as a quasi-body of Polish state-owned companies. *Studia Prawno-Ekonomiczne* 119, p. 333-353.
- Ptaszyńska, M (2023). System wynagradzania pracowników budujących wielofunkcyjność w firmach produkcyjnych w Polsce. Doktorat. Kraków: Uniwersytet Jagielloński.
- Rau, P.R., Yu, T. (2024). A survey on ESG: investors, institutions and firms. *China Finance Review International* 14(1), p. 3-33.
- Smith, W.K., Lewis, M.W. (2011). Toward a theory of paradox: a dynamic equilibrium model of organizing. *Academy of Management Review* 36(2), p. 381-403.
- Suddaby, R., Bitektine, A., Haack, P. (2017). Legitimacy. *Academy of Management Annals* 11.1, p. 451-478. DOI: 10.5465/annals.2015.0101.
- Szadziewska, A., Bucior, G., Jaworska, E. (2024). Wykorzystanie fotografii w raportach niefinansowych jako narzędzia legitymizacji działalności spółek z branży spożywczej w Polsce. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* 48(1), p. 49-80. DOI: 10.5604/01.3001.0054.4085.
- Szaflarski, K. (2023). Rola interesariuszy w systemie zarządzania korporacjami międzynarodowymi. *Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej* 9, p. 145-150. DOI: 10.53259/2023.9.14.
- Szarzec, K. (2023). Przedsiębiorstwa państwowe we współczesnej gospodarce – cele i uwarunkowania efektywności działania. *Ekonomista* (3), p. 295-314.
- Tost, L.P. (2011). An integrative model of legitimacy judgments. *Academy of Management Review* 36 (4), p. 686-710.
- Wąsowska, A., Postuła, I. (2018). Formal and informal governance mechanisms in state-owned enterprises: Evidence from post-transitional Poland. *Baltic Journal of Management* 13(4), p. 410-432.
- Wierzbicka, A. (2018). Corporate Governance jako próba godzenia aspiracji interesariuszy. *Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie/Politechnika Śląska* 128, p. 421-434.
- Wójcik-Jurkiewicz, M. (2022). Raportowanie narzędziem corporate governance. *Prace Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach* 98-110.
- Yihong, P., Alias, B.S., Mansor, A.N. (2024). Stakeholder Theory Application In Education: A Content-Analysis Based Literature Review. *Educational Administration: Theory and Practice* 30 (4), p. 10055-10067.
- Zyznarska-Dworczak, B. (2024). Polityka rachunkowości w badaniu sprawozdania finansowego. W: M. Remlein, M. Masztalercz (red.), *Polityka rachunkowości w kształtowaniu obrazu jednostki gospodarczej*, s. 145-159. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu. DOI: 10.18559/978-83-8211-219-1/10.