

Czynniki wpływające na jakość rady nadzorczej i jej wpływ na działalność Spółki – na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych

Łukasz Tyrajski*

Streszczenie: Celem niniejszego opracowania jest zbadanie, czy jakość rady nadzorczej oceniana według kryteriów GPW zawartych w Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW, przyczynia się do lepszej efektywności spółek.

Badanie zostało przeprowadzone na próbie 80 spółek wchodzących w skład indeksu sWIG80. Na podstawie zbudowanego modelu ekonometrycznego dokonano oceny, czy skład rady nadzorczej ma istotne statystycznie znaczenie w ocenie efektywności danego przedsiębiorstwa – mierzonej wskaźnikiem Q-Tobina. Uzyskane wyniki nie pozwalają stwierdzić, że w obecnych warunkach rynkowych oraz w obecnym otoczeniu formalno-prawnym skład rady nadzorczej przyczynia się do lepszej lub gorszej oceny efektywności danej spółki przez rynek kapitałowy. Powyższe można interpretować na kilka sposobów, przykładowo: obecna rola rady nadzorczej jest zbyt słaba, na rynku dominują obecnie duzi inwestorzy, których interesy są zabezpieczone bez względu na skład rady nadzorczej. Wartością dodaną niniejszego opracowania jest to, iż relatywnie niewielka liczba badań próbuje ocenić wpływ zasad *corporate governance* na działalność spółek.

Słowa kluczowe: Q-Tobina, rada nadzorcza, efektywność spółek, sWIG80, teoria agencji

1. Rola rady nadzorczej w spółce kapitałowej

Do końca XIX wieku nie było jasnego i jednolitego podejścia do roli rady nadzorczej w spółkach prawa handlowego. Dopiero na początku XX wieku, w 1909 roku, na gruncie prawa angielskiego w klarowny sposób sformalizowano obowiązki i zakres władzy rady nadzorczej, a pierwszym przedsiębiorstwem z radą nadzorczą zbliżoną do współczesnej było Automatic Self-Cleansing Filter Syndicate Co. v. Cuninghame (Newell 1976). Ewolucja prawa w zakresie nadzoru korporacyjnego odbywała się intensywnie począwszy od lat trzydziestych dwudziestego wieku i stopniowo rola rady nadzorczej ulegała formalizacji.

Obecnie nadrzędnym celem rady nadzorczej jest sprawowanie kontroli i nadzoru nad działalnością spółki w imieniu jej udziałowców. Niezbyt często zdarza się w Polsce, aby rada nadzorcza formalnie reprezentowała interesy innych interesariuszy niż właściciele (Korzeniowski 2006: 10). Formalnie w polskim systemie prawnym zgodnie z Kodeksem

* mgr Łukasz Tyrajski, Uniwersytet Łódzki, ul. Narutowicza 65, 90-131 Łódź, e-mail: lukasz.tyrajski@gmail.com.

spółek handlowych (ksh), podstawowym zadaniem rady nadzorczej jest (art. 219. § 1.) „sprawowanie stałego nadzoru nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności”, w tym w szczególności: „Ocena sprawozdań finansowych spółki, w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym, oraz wniosków zarządu dotyczących podziału zysku albo pokrycia straty, a także składanie zgromadzeniu wspólników corocznego pisemnego sprawozdania z wyników tej oceny”.

2. Teoria agencji – MM

Rada nadzorcza powinna ograniczać konflikt agencji występujący pomiędzy kierownictwem przedsiębiorstwa, właścicielami oraz innymi interesariuszami. Powyższym zagadnieniem zajmuje się teoria agencji, w obszarze zainteresowania której znajdują się koszty związane z rozdzieleniem własności od zarządzania i związany z tym brak tożsamości pomiędzy celami akcjonariuszy spółki oraz celami jej zarządu (Panfil 2008: 61). Konflikt interesu pomiędzy akcjonariuszami a managerami nie jest jedynym, jaki występuje pomiędzy interesariuszami danego przedsiębiorstwa. Możemy wymienić również konflikty pomiędzy kredytodawcami a akcjonariuszami, zarządem i pracownikami itd. Jednakże to konflikt dotyczący oddzielenia własności od zarządzania jest najczęściej badany na gruncie teorii agencji.

Konflikt interesu pomiędzy akcjonariuszami a zarządem powstaje wtedy, gdy mamy do czynienia z sytuacją, w której kluczowe kierownictwo danej spółki nie jest jednocześnie 100% właścicielem kapitału. Jeżeli manager jest jednocześnie właścicielem całości udziałów w całym przedsiębiorstwie, to nie możemy mówić o występowaniu konfliktu, ponieważ w takiej sytuacji manager uzyskuje 100% efektu ponoszonego przez niego wysiłku na zwiększenie zysku przedsiębiorstwa. Natomiast, gdy udział w kapitale zakładowym kadry zarządzającej jest mniejszy niż 100%, to może dojść do rozbieżności interesów managera i właścicieli. Jako przykład możemy podać sytuację, w której manager może uznać, że w jego osobistym interesie nie będzie dalsze poświęcanie się pracy i dążenie do maksymalizacji zysku spółki (Gajdka 2002: 193). Z jego punktu widzenie bardziej optymalne może okazać się zmniejszenie czasu poświęcanego na zarządzanie i zaangażowanie się we własne projekty biznesowe. Przyjęło się uważać, że zarząd dysponuje większą swobodą w przypadku braku dominującego podmiotu w strukturze akcjonariatu. Jednym z organów korporacyjnych, którego zadaniem jest ograniczenie konfliktu wynikającego z oddzielenia zarządzania od własności, jest rada nadzorcza. Oczywiście istnienie rady może przyczyniać się do powstania nowych potencjalnych linii konfliktu np. zarząd – rada nadzorcza, rada nadzorcza – właściciele, jednakże zbadaniem powyższych relacji nie będziemy zajmować się w niniejszym artykule.

Indykatory dobrej rady nadzorczej, często wymieniane w literaturze przedmiotu i wśród praktyków rynku kapitałowego, są następujące:

- a) członkowie rady nadzorczej zmieniają się w stopniu umożliwiającym sprawne jej działanie;
- b) członkowie rady nadzorczej posiadają odpowiednie zasoby wiedzy i doświadczenia, aby zasiadać w danym gremium;
- c) w składzie rady nadzorczej znajdują się przedstawiciele innych interesariuszy niż właściciele (np. przedstawiciele pracowników, lokalnej społeczności itp.) (Hashi 2003: 18);
- d) przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej powinno spełniać kryteria niezależności od spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką, tj. w szczególności nie powinni być powiązani z akcjonariuszami posiadającymi ponad 5% głosów na WZA (Dobre Praktyki...).

Powyższa lista nie jest zamknięta, jednakże w mojej ocenie wyżej wymienione kryteria wymieniane są relatywnie najczęściej i nie budzą większych kontrowersji.

3. Wpływ rady nadzorczej na efektywność przedsiębiorstwa

W niniejszym opracowaniu przyjmujemy hipotezę badawczą o następującym brzmieniu: Spółki, w których występują niezależni członkowie rady nadzorczej, charakteryzują się większą efektywnością, mierzoną wskaźnikiem Q-Tobina w stosunku do przedsiębiorstw, w których radach nadzorczych nie występują niezależni członkowie. Spośród szeregu indykatorów dobrej rady nadzorczej wybraliśmy ostatni, tj. „Przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej powinno spełniać kryteria niezależności od spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką tj. w szczególności nie powinni być powiązani z akcjonariuszami posiadającymi ponad 5% głosów na WZA”, ponieważ powyższe zalecenie jest możliwe do zweryfikowania w relatywnie jednoznaczny sposób, w przeciwieństwie do np. zalecenia mówiącego, iż członkowie rady nadzorczej zmieniają się w stopniu umożliwiającym sprawne jej działanie, które to nie jest w prosty sposób kwantyfikowalne. Znaczna część zaleceń odnośnie funkcjonowania rady nadzorczej ma charakter opisowy, przez co nie poddaje się łatwo możliwości przeprowadzenia badania ilościowego.

W badaniu uwzględniono wszystkie spółki wchodzące w skład indeksu Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych – sWIG80 na dzień 31.03.2015 roku. Powyższe ma na celu badanie spółek o zbliżonej skali działalności. Wycena rynkowa spółek, niezbędna do obliczenia wskaźnika Q-Tobina, została dokonana na podstawie kursów bieżących z dnia 30.05.2014 roku. Parametry księgowe zostały obliczone na podstawie audytowanych sprawozdań finansowych na 31.12.2013 roku, z zastrzeżeniem przypadków, w których spółki miały przesunięty rok obrotowy – w takich przypadkach uwzględniono dane za najbliższy pełny rok obrotowy.

Metodologia badania została zaczerpnięta z artykułu: *Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies*, autorstwa

Charliego Weira, Davida Lainga i Philipa J. McKnighta, opublikowanego w „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 579–611, June/July 2002.

Podobnie jak w metodologii zastosowanej w wymienionym wyżej artykule, efektywność przedsiębiorstw będziemy mierzyć wskaźnikiem Q-Tobina. Pierwotnym zastosowaniem przedmiotowego wskaźnika jest porównywanie wycen różnych przedsiębiorstwa przez rynek kapitałowy, jednakże w literaturze przedmiotu jest używany również do mierzenia efektywności przedsiębiorstwa. Zastosowanie Q-Tobina jako miary efektywności pomiędzy przedsiębiorstwami został przedstawione i udowodnione w artykule *Is the TOBIN'S Q a good indicator of a company's performance?*, autorstwa: A.C. Aidaar Sauaia oraz F.H. Figueiredo Castro J. (2002). W literaturze przedmiotu możemy znaleźć również szereg innych przykładów, gdzie wskaźnik Q-Tobina jest używany do mierzenia efektywności.

Q-Tobina jest zaliczane do rynkowych wskaźników efektywności działania. Ma on przewagę nad księgowymi wskaźnikami zyskowności, takimi jak ROE i ROA, ponieważ manipulacja jego wartością jest dużo trudniejsza, niż w przypadku wskaźników typowo księgowych. Zarząd ma liczne możliwości manipulowania zyskiem, a co za tym idzie wartością wskaźników ROE i ROA – przynajmniej w krótkim terminie. Ponieważ wskaźnik Q-Tobina jest wskaźnikiem rynkowym, którego wartość zależy od wyceny spółki przez rynek kapitałowy, to wpływ celowych działań zarządu na modyfikacje jego krótkoterminowej wartości jest relatywnie ograniczony. Za bardziej efektywne uważa się przedsiębiorstwa, dla których wartość wskaźnika Q-Tobina jest relatywnie wysoka w porównaniu do innych przedsiębiorstw. Niższe wartości przedmiotowego wskaźnika na tle porównywalnych przedsiębiorstw świadczą natomiast o tym, że rynek kapitałowy postrzega dane przedsiębiorstwo jako mniej efektywne na tle porównywalnych przedsiębiorstw.

Wskaźnik Q-Tobina można obliczyć na podstawie publicznych danych, a jego postać analityczna wygląda następująco:

$$Q = \frac{E_r + D_r}{E_k + D_k} \quad (1)$$

D_r – wartość rynkowa długu,

D_k – wartość księgową długu,

E_r – rynkowa wartość kapitałów własnych spółki,

E_k – księgową wartość kapitałów własnych spółki.

W naszych obliczeniach upraszczająco zamiast rynkowej wartości długu przedsiębiorstwa będziemy stosować księgową wartość długu ($D_r \sim D_k$). Księgową wartość długu jest w przybliżeniu równa rynkowej wartości długu, w szczególności jeżeli tenor transakcji kredytowych jest relatywnie krótki oraz w środowisku względnie stabilnych stóp procentowych. Przy założeniu, że stopy procentowe nie podlegały znacznym zmianom w latach 2012–2014, możemy przyjąć, że $D_r \sim D_k$. W związku z powyższym, zastosowane uproszczenie można uznać za akceptowalne dla potrzeb obliczania wartości wskaźnika Q-Tobina.

Przy weryfikacji, czy w danej spółce z indeksu SWIG80 w jej radzie nadzorczej występuje wystarczająca liczba niezależnych członków rady nadzorczej, posłużyliśmy się metodologią zawartą w Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW. W dwóch przypadkach konieczny okazał się bezpośredni kontakt z działem relacji inwestorskich danej spółki – co pozwoliło uzyskać jednoznaczne potwierdzenie, że spółki posiadają dwóch niezależnych członków rady nadzorczej.

W niniejszym modelu zastosowano regresję liniową oraz liniową postać funkcyjną. W celu zwiększenia prawdopodobieństwa uzyskania normalnego rozkładu reszt modelu zastosowano logarytmowanie zmiennej objaśnianej. Ze względu na fakt, iż model nie ma służyć celom prognostycznym, zabieg ten nie wpływa w istotnym stopniu na obniżenie jakości modelu.

Postać funkcyjna modelu:

$$f(\ln Q) = f(RN, A, ROS, DN/EBITDA, IF) \quad (2)$$

gdzie:

- RN* – zmienna zero jedynekowa przyjmująca wartość jeden, gdy przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej spełnia kryterium niezależności zgodnie z metodologią przyjętą przez GPW w kodeksie dobrych praktyk, oraz wartość zero w pozostałych przypadkach,
- A* – wielkość aktywów Spółki wyrażona w mln zł,
- ROS* – rentowność sprzedaży netto wyrażona w procentach,
- DN/EBITDA* – relacja długu netto, rozumianego jako suma zobowiązań finansowych pomniejszonych o saldo gotówki do wysokości EBITDA, rozumianej jako zysk z działalności operacyjnej powiększony o wysokość amortyzacji,
- IF* – zmienna zero jedynekowa, przyjmująca wartość jeden, gdy daną spółkę zaliczamy do sektora finansowego oraz wartość zero dla wszystkich pozostałych branż.

$$\ln Q = T + \alpha \times RN + \beta \times A + \chi \times ROS + \delta \times DN / EBITDA + \gamma \times IF + \varepsilon \quad (3)$$

gdzie:

- T* – stała kontrolna,
- ε – reszta modelu.

Wyniki estymacji modelu:

$$\ln \hat{Q} = 0.5634 - 0.0772 \times RN - 0.0001 \times A + 0.6946 \times ROS - 0.0338 \times DN / EBITDA + 3.5925 \times IF + \varepsilon$$

t-studet	3,786	-0.5059	-3.3237	2.110	-3.485	1.119
----------	-------	---------	---------	-------	--------	-------

$$R^2 = 0.2765 \quad (4)$$

Interpretacja parametrów ekonomicznych:

RN – wartość ujemna współczynnika oznacza, że inwestorzy nie oceniają jednoznacznie pozytywnie faktu występowania niezależnych członków w radzie nadzorczej; zmienna przyjmuje wartość jeden, gdy mamy do czynienia z przynajmniej dwoma niezależnymi członkami rady nadzorczej – przy czym należy zwrócić uwagę, że parametr okazał się nieistotny statystycznie.

A – ujemna wartość współczynnika oznacza, iż inwestorzy wyżej wyceniają przedsiębiorstwa, które nie wymagają angażowania zbyt dużego kapitału; niska wartość parametru wynika z faktu, iż wartość zmiennej była podawana w mln zł. Gdyby wartość zmiennej była podawana w tys. zł, to przyjmowałaby wartość $-0,01524$.

ROS – znak stojący przy zmiennej jest dodatni, co ma uzasadnienie ekonomiczne i oznacza, że inwestorzy gotowi są płacić więcej za bardziej rentowne przedsiębiorstwa.

DN/EBITDA – współczynnik stojący przy parametrze ma wartość ujemną, co możemy interpretować jako niechęć inwestorów do inwestowania w relatywnie wysoko zadłużone przedsiębiorstwa. Wskaźnik ekonomiczny *DN/EBITDA* jest również wykorzystywany jako miara oceny ryzyka kredytowego i jego wysokie wartości mogą oznaczać problemy z obsługą zadłużenia w przyszłości – w tym świetle ujemna wartość współczynnika wydaje się być uzasadniona ekonomicznie.

IF – współczynnik ma wartość dodatnią, co można interpretować, jako wyższą wycenę przedsiębiorstw z sektora finansowego w stosunku do pozostałych branż. Relatywnie wysoką wartość współczynnika można tłumaczyć specyfiką spółek znajdujących się w indeksie *SWIG80* i nie należy z powyższego wyciągać wniosków odnośnie wyceny lub oceny efektywności spółek finansowego dla całego rynku *GPW*.

Ocena poprawności modelu:

Przeprowadzono test normalności rozkładu reszt modelu. Uzyskano następujący wynik: na poziomie $\alpha = 0,05$ brak jest podstaw do odrzucenia hipotezy H_0 mówiącej o normalności rozkładu reszt modelu. Wartość współczynnika Chi kwadrat wynosi 6,916 z wartością $p = 0,0314877$. Oznacza to, że nasz model można uznać za spełniający podstawowe warunki modelu ekonometrycznego, a co za tym idzie – wzmacnia to moc wniosków płynących z interpretacji modelu.

Wartość współczynnika R^2 jest relatywnie niska i wynosi w przybliżeniu 27%, jednakże w przypadku modeli o nie prognostycznym charakterze, powyższą wartość można uznać za w zupełności wystarczającą. W wielu modelach, których celem jest jedynie zbadanie wartości istotności pewnych parametrów i ekonomiczna ich interpretacja, wartość R^2 nie przekracza 10%.

Przeprowadzono test na istotność parametrów:

$H_0: \alpha = 0$

$H_1: \alpha \neq 0$

Test: $\frac{\hat{\alpha}}{\hat{\sigma}_{\hat{\alpha}}} : t_{l-2}$.

Wynik: Na poziomie istotności $\alpha = 0,05$ odrzucamy hipotezę zerową, o nieistotności przyjętych parametrów; dane na podstawie analizy sporządzonej w programie GRETL. Wartość p dla testu F-Sececora = 0,00020.

Ocena istotności poszczególnych parametrów:

Współczynniki stojące przy parametrach: A, ROS, ND/EBITDA oraz IF, okazały się istotne statystycznie przy $\alpha = 0,05$. Powyższe oznacza, że parametry są istotne statystycznie. Natomiast współczynnik przy parametrze RD – oceniający wpływ składu rady nadzorczej na ocenę efektywności danego przedsiębiorstwa przez rynek kapitałowy, okazał się nieistotny statystycznie. Model podlegał modyfikacjom w celu sprawdzenia czy RD nie okaże się istotny statystycznie przy innej konfiguracji modelu, jednakże przy wyborze innych zmiennych towarzyszących, RD również okazywał się nieistotny statystycznie.

Wnioski płynące z badania:

Brak wyraźnej relacji pomiędzy obecnością niezależnych członków rady nadzorczej w jej składzie a oceną efektywności spółki przez rynek kapitałowy można interpretować na kilka sposobów. Poniżej prezentujemy potencjalne wyjaśnienia:

1. Indywidualni inwestorzy giełdowi, dla których szczególne znaczenie ma jakość nadzoru korporacyjnego (np. w formie niezależnych od głównych akcjonariuszy członków rady nadzorczej), mają relatywnie mały wpływ na wycenę rynkową przedsiębiorstw, wchodzących w skład indeksu sWIG80. Inwestorzy instytucjonalni oraz inwestorzy strategiczni mogą sprawować sprawny nadzór korporacyjny bez względu na to, czy w radzie są niezależni członkowie czy też nie. Można również zaryzykować stwierdzenie, że w interesie inwestora strategicznego nie jest, aby w danej spółce byli niezależni członkowie, gdyż to może utrudniać forsowanie decyzji, które są korzystne z punktu strategicznego inwestora, natomiast mogą być nie optymalne dla pozostałych interesariuszy danego przedsiębiorstwa.
2. W obecnych warunkach rynkowych panujących na GPW oraz w obecnym otoczeniu formalno prawnym, wpływ rady nadzorczej na działalność spółki, zarówno w bieżącym okresie jak i w długoterminowej perspektywie, jest marginalny i nie na tyle istotny, by różnice pomiędzy poszczególnymi radami nadzorczymi wpływały w istotny sposób na ocenę danej spółki.
3. Inwestorzy oczekują sprawnego nadzoru właścicielskiego, jednakże w ich ocenie obecność niezależnych członków rady nadzorczej nie świadczy w silnym stopniu o jakości rady nadzorczej i nie poprawia nadzoru nad zarządem Spółki.

Każde z powyższych wyjaśnień może być prawdziwe, jednakże na podstawie przeprowadzonego badania nie można jednoznacznie stwierdzić, które z nich jest najbliższe prawdy, ani również czy nie ma innego wyjaśnienia braku istotności składu rady nadzorczej w ocenie rynku kapitałowego. Przy czym należy zaznaczyć, że powyższe stwierdzenie jest prawdziwe dla wybranego segmentu spółek notowanych na GPW – indeks sWIG80 oraz w danym okresie czasu – pierwsza połowa 2014 roku.

Warte podkreślenia jest, że wszystkie spółki notowane na GPW wchodzące w skład indeksu sWIG80 na stronach internetowych w dziale relacji inwestorskich posiadały odnośnik do informacji o przestrzeganiu ładu korporacyjnego lub informacja ta zawarta była w sprawozdaniu rocznym zarządu. Również wszystkie polskie spółki z wyżej wymienionej grupy przystąpiły do Programu Dobrych Praktyk GPW. Rozwój nadzoru korporacyjnego i rozpowszechnianie informacji o ładzie korporacyjnym powinny przyczynić się do lepszego respektowania praw inwestorów indywidualnych oraz pozostałych interesariuszy spółek notowanych na GPW.

Uwagi końcowe

Na podstawie przeprowadzonego badania możemy stwierdzić, że dla inwestorów giełdowych przy ocenie efektywności przedsiębiorstw skład rady nadzorczej nie ma istotnego znaczenia. Powyższe można interpretować na szereg sposobów. Analiza zaprezentowana w niniejszym artykule może być argumentem na rzecz dalszego rozwoju zasad ładu korporacyjnego na GPW i rozpowszechniania wiedzy na temat istotności zasad ładu. Przeprowadzone badanie nie wykazało statystycznie istotnej zależności pomiędzy wybranym czynnikiem świadczącym o jakości rady nadzorczej – obecności przynajmniej dwóch niezależnych członków w jej składzie, a oceną efektywności przedsiębiorstwa, ocenianej za pomocą wskaźnika Q-Tobina, dokonywanej przez rynek kapitałowy.

Literatura

- Aidar Sauaia C., Figueiredo Castro F.H.J. (2002), *Is the TOBIN'S Q a good indicator of a company's performance?*, „Developments in Business Simulation and Experiential Learning” vol. 29, s. 301–307.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 r.
- Gajdka J. (2002), *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Hashi I. (2003), *Ramy prawne skutecznego nadzoru korporacyjnego: analiza porównawcza wybranych krajów transformujących się*, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Kodeks Spółek Handlowych.
- Korzeniowski P. (2006), *Privatization and Corporate Governance in Poland: Problems and Trends*, Transition Economies in the Post-Industrial World, Moscow, March 20–21.
- Newell D. (1976), *NOTES OF CASES*, „The Modern Law Review” vol. 39, iss. 3, s. 327–355.
- Panfil M. (2008), *Finansowanie Rozwoju Przedsiębiorstwa – Studia Przypadków*, Diffin, Warszawa.
- Szułdrzyński K., Magda T. (2013), *Skuteczność rad nadzorczych w spółkach publicznych notowanych na GPW*, PWC i Amrop, Konferencja Rady Nadzorczej.

**FACTORS AFFECTING THE QUALITY OF THE SUPERVISORY BOARD
AND ITS EFFECT ON THE COMPANY OPERATIONS – ON THE WARSAW STOCK
EXCHANGE EXAMPLE SECURITIES**

Abstract: Main purpose of this paper is to find out if quality of board of directors – measured by GPW criteria from Good Practice roles, positively inflicts companies efficiency.

We have build econometric model and checked if board quality have any impact on companies efficiency – measured by Tobin-Q.

Achieved results do not support statement that board of directors members quality have impact on company efficiency. Above results may be interpreted in following way: board status is to weak to have material impact on company efficiency, current GPW market is dominated by large investors who can influence management by different means than the board.

Value added of this paper is than there is limited number of researches checking if corporate governance has material impact on companies listed on GPW.

Keywords: Q-Tobin, corporate governance, board of directors, company efficiency, sWIG80, agency theory

Cytowanie

Tyrajski Ł. (2015), *Czynniki wpływające na jakość rady nadzorczej i jej wpływ na działalność Spółki – na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 675–683; www.wneiz.pl/fffu.