

*Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*

Leszek Bohdanowicz

ZRÓŻNICOWANIE ORGANÓW STATUTOWYCH POD WZGLĘDEM PŁCI A WYNIKI FINANSOWE POLSKICH SPÓŁEK PUBLICZNYCH

Z a r y s t r e ś c i. W najnowszej wersji Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW znalazła się rekomendacja dotycząca zrównoważenia udziału kobiet i mężczyzn w radach nadzorczych i zarządach. Odzwierciedla ona obecne tendencje europejskie, które polegają na dążeniu do zwiększenia obecności kobiet w organach statutowych. W ślad za nimi idą badania empiryczne, które starają się zweryfikować zależność pomiędzy tą obecnością a efektywnością funkcjonowania spółek. Tego dotyczy również niniejsze opracowanie. Jego celem było empiryczne potwierdzenie zależności pomiędzy zróżnicowaniem organów statutowych (rad nadzorczych i zarządów) pod względem płci a wynikami finansowymi polskich spółek publicznych. Zależność ta była weryfikowana za pomocą analizy danych panelowych, a zastosowany model z efektem grupowym i czasowym pozwolił na stwierdzenie, iż zróżnicowanie rad nadzorczych pod względem płci pozytywnie wpływa na wyniki spółek mierzone miarami księgowymi (ROA i ROE). Nie odnaleziono natomiast związku pomiędzy ich zróżnicowaniem a zastosowaną miarą rynkową (TSR). Nie potwierdzono również żadnych związków pomiędzy zróżnicowaniem pod względem płci zarządów a wynikami finansowymi. Wpływ na to mogła mieć niewielka liczba kobiet w organach zarządczych polskich spółek publicznych.

S ł o w a k l u c z o w e: rada nadzorcza, zarząd, kobiety w organach statutowych, zróżnicowanie organów statutowych.

WPROWADZENIE

Struktura rynków pracy na świecie zmienia się. Najważniejszy trend dotyczy zmiany proporcji kobiet i mężczyzn w grupie osób z wyższym wykształceniem. Z danych Europejskiego Urzędu Statystycznego wynika, że 55,3% (2008 r.)

studentów wyższych uczelni w Unii Europejskiej, to kobiety. W Polsce od kilku lat wskaźnik ten jest nawet wyższy i wynosi około 57%. Mimo tych tendencji kobiety wciąż rzadziej niż mężczyźni zajmują kluczowe stanowiska zarządcze i nadzorcze w spółkach. Taka sytuacja ma miejsce nie tylko w Polsce, ale również w państwach Europy Zachodniej czy też w Stanach Zjednoczonych. Temu problemowi poświęcono już wiele miejsca w badaniach światowych i jest on również coraz częściej poruszany w Polsce (Radwan, 2010; Bohdanowicz, 2010). Rekomendacja dotycząca zrównoważenia udziału kobiet i mężczyzn w wykonywaniu funkcji zarządu oraz nadzoru znalazła się także w wielu „kodeksach” dobrych praktyk w nadzorze korporacyjnym, w tym w najnowszej wersji Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW (2010).

Rekomendacje te wynikają z opisanych w literaturze wad i zalet zróżnicowania zespołów ludzkich pod względem różnych cech demograficznych i osobowych, w tym płci. Najczęściej podkreśla się, że zróżnicowanie korzystnie wpływa na efektywność procesu podejmowania decyzji przez grupy, ale również ma negatywny wpływ na ich dynamikę. Za największą zaletę grup zróżnicowanych uznaje się większą wiedzę reprezentowaną wspólnie przez współdziałające osoby oraz zwiększenie kreatywności i innowacyjności (Watson, Kumar i Michaelsen, 1993). Jednak grupy zróżnicowane mają problemy z wewnętrzną komunikacją i są bardziej narażone na konflikty. W przeciwieństwie do nich grupy jednorodne są mocniej zintegrowane, a przez to podejmują decyzje szybciej (Hambrick, Cho i Chen, 1996).

Opisane wady i zalety stanowiły również punkt wyjścia nad badaniami wpływu zróżnicowania organów statutowych spółek (rad dyrektorów lub rad nadzorczych i zarządów) pod względem płci na efektywność ich pracy. Duża część z nich odnosiła się do jego wpływu na wyniki finansowe spółek. Tego dotyczą również badania opisane w niniejszym opracowaniu. Ich celem było **empiryczne potwierdzenie zależności pomiędzy zróżnicowaniem organów statutowych (rad nadzorczych i zarządów) a wynikami finansowymi polskich spółek publicznych.**

ORGANY STATUTOWE JAKO ZESPOŁY OSOBOWOŚCI

Większość badań na temat wpływu zróżnicowania organów statutowych pod względem płci na efektywność ich pracy została przeprowadzona w państwach, gdzie funkcjonuje jednopoziomowy model organów statutowych np. w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Ich wniosków nie można jednoznacznie przenosić do państw, gdzie funkcjonuje model dwupoziomowy. Tutaj przecież następuje wyraźne rozdzielenie funkcji nadzorczych i zarządczych. Tak jest też

w Polsce, gdzie obok zajmującego się bieżącym i strategicznym zarządzaniem spółką zarządu występuje rada nadzorcza. Jej zadaniem jest nadzór nad spółką we wszystkich obszarach jej działalności, a szczegółowe uprawnienia organu nadzoru regulują przepisy Kodeksu spółek handlowych i statut spółki. Generalnie rada nadzorcza, realizując swoje funkcje kodeksowe i pozakodeksowe, zajmuje się kontrolą zarządu, doradzaniem mu oraz jest mechanizmem zapewniającym kontakt z wewnętrznymi oraz zewnętrznymi interesariuszami.

Realizowane przez oba organy zadania wpływają również na specyfikę ich pracy. Szczególny charakter pracy zarządu polega na: silnym zaangażowaniu w sprawy spółki, konieczności szybkiego podejmowania decyzji, podkreśleniu racjonalizmu w wykonywaniu zadań, nacisku na logiczne myślenie o problemach zarządzania, dużej odpowiedzialności za wyniki spółki, a także głębokiej znajomości spółki i szczegółowej wiedzy o niej oraz jej produktach i sektorze. Specyfika pracy rady nadzorczej polega na: koncentrowaniu się na obserwacji, ocenie i ustalaniu ram działalności zarządu, zewnętrznej perspektywie i niezależnym spojrzeniu na problemy spółki, nacisku na budowanie relacji, empatii w działaniu, konieczności przewidywania zagrożeń, a także mniej szczegółowej wiedzy o spółce, jej produktach oraz sektorze, a poza tym na koncentracji na określonych sytuacjach i relacjach oraz odpowiedzialności w ocenie zarządu (Coulson-Thomas, 1993, s. 136).

Specyfika funkcjonowania obu organów została uwzględniona przez polskiego ustawodawcę. W pracy zarządu, obok wiedzy i umiejętności członków, liczy się czas i jasno określona odpowiedzialność, stąd organy te są mniej liczne, a zgodnie z Kodeksem spółek handlowych zarząd można sprawować jednoosobowo. Rady nadzorcze muszą podejmować decyzje na podstawie mniejszej liczby informacji, a w ich pracy liczy się przede wszystkim niezależność opinii oraz profesjonalna ocena wyników i zamierzeń. Z tych powodów większa jest również liczebność tych organów. W skład rad nadzorczych powinno wchodzić co najmniej trzech członków, a w spółkach publicznych pięciu. Liczebność obu organów ma również wpływ na ich zróżnicowanie.

Uwzględniając funkcje obu organów oraz ich specyfikę, a także przytoczone we wprowadzeniu wady i zalety zróżnicowania grup ludzkich można postawić tezę, że zarządy spółek, ze względu na konieczność szybkiej reakcji na bodźce z otoczenia oraz skoncentrowaną odpowiedzialność, powinny być bardziej jednorodne. W przeciwieństwie do nich rady nadzorcze powinny być zróżnicowane. Będą wtedy w stanie lepiej oceniać różne konsekwencje podejmowanych przez zarządy decyzji, lepiej je kontrolować, sprawniej wykonywać funkcję doradczą oraz ewentualnie w większym stopniu łączyć spółki z ich wewnętrznymi i zewnętrznymi interesariuszami.

ZRÓŻNICOWANIE ORGANÓW STATUTOWYCH POD WZGLĘDEM PŁCI I JEGO WPŁYW NA WYNIKI FINANSOWE SPÓŁEK

Rezultaty światowych badań na temat zależności pomiędzy poziomem zróżnicowania organów statutowych pod względem płci a wynikami finansowymi spółek nie dają jednoznacznej odpowiedzi co do kierunku takiej zależności, a nawet czy ona istnieje. Niewątpliwie obraz ten może zostać zniekształcony przez takie zjawiska, jak: dążenie do legitymizacji działania spółek poprzez powoływanie kobiet do organów statutowych, symboliczne powoływanie do nich kobiet jako odpowiedź na oczekiwania społeczne, zjawisko „szklanego klifu” (ang. *glass cliff*) oraz relatywnie mało kobiet przygotowanych do pełnienia funkcji w zarządach i radach spółek.

Na legitymizację i symbolizm jako czynnik wpływający na powoływanie kobiet do organów statutowych zwracają uwagę dwie teorie – teoria instytucjonalna i teoria zasobowa (Hillman, Shropshire i Cannella, 2007). Podkreślają one, że często to oczekiwania społeczne, a nie kryteria merytoryczne stają się przyczyną wyboru kobiet do organów spółek, choć w większości przypadków powołane kobiety mają również niezbędne doświadczenie, wiedzę i umiejętności. Symbolizm (ang. *tokenism*) powoływania kobiet sprawia, że do organów statutowych wybiera się najczęściej tylko jedną z nich, aby pokazać, że akcjonariusze są otwarci na impulsy społeczne (Carver, 2002). Natomiast zjawisko „szklanego klifu” zostało opisane przez Ryan i Haslam (2007). Zaobserwowali oni, że kobiety są często powoływane do organów statutowych spółek, które znalazły się w złej kondycji finansowej. Dzięki temu spółki są lepiej postrzegane przez inwestorów i cena ich akcji wzrasta w krótkim okresie czasu. Oczywiście kobiety nie są w stanie poprawić sytuacji spółek, ale w efekcie kojarzy się je z ich złą kondycją i przez to stają się przedmiotem krytyki, podczas której zapomina się, kiedy nastąpiło ich powołanie oraz jaki był jego kontekst.

W tych warunkach ustalenie empirycznej zależności pomiędzy zróżnicowaniem organów statutowych pod względem płci a wynikami finansowymi spółek staje się trudne, aczkolwiek nie pozbawione sensu. Trzeba mieć tylko na uwadze wyżej wskazane problemy. Zdecydowana większość badań potwierdzała jednak pozytywny wpływ zróżnicowania organów statutowych na wyniki. Tu należy przytoczyć choćby badania, jakie przeprowadzili: Campbell i Minguez-Vera (2008) w Hiszpanii, Sigh i Vinnicombe (2003) w Wielkiej Brytanii czy Carter, Simkins i Simpson (2003) w Stanach Zjednoczonych. Z drugiej jednak strony Shrader, Blackburn i Iles (1997) także w Stanach Zjednoczonych

zaobserwowali negatywną zależność pomiędzy zróżnicowaniem organów statutowych pod względem płci a wskaźnikami księgowymi (ROE, ROA, ROI i ROS), a Zahra i Stanton (1988) również w Stanach Zjednoczonych oraz Rose (2007) w Danii nie odnaleźli żadnej zależności. Ten ostatni tłumaczył swoje rezultaty tym, że liczba kobiet w radach badanych przez niego spółek była zbyt mała, a kultura organizacyjna zdominowana tak silnie przez mężczyzn, iż niemożliwe stało się wykorzystanie zalet zróżnicowania organów statutowych pod względem płci. Ta konkluzja sugeruje, że nie we wszystkich warunkach organizacyjnych, kulturowych i prawnych da się zaobserwować korzyści związane z udziałem kobiet w organach statutowych. Sugerowali to zresztą również Terjesen i Singh (2008) w swoich międzynarodowych badaniach porównawczych.

Trzeba przy tym pamiętać, że w systemie dwupoziomym wpływ organów statutowych na wyniki jest różny. Zarząd wpływa na nie bezpośrednio, podejmując decyzje operacyjne i strategiczne. Wpływ rady nadzorczej jest pośredni, poprzez wybór zarządu oraz podejmowanie decyzji co do szczegółów kontraktów menedżerskich podpisywanych z jego członkami, w tym ich systemu motywacyjnego, a także poprzez doradzanie członkom zarządu oraz zatwierdzanie jego najważniejszych decyzji. W praktyce wpływ ten będzie się różnił w zależności od rodzaju i aktywności dominującego akcjonariusza. Na podstawie przeprowadzonych rozważań można postawić hipotezę, iż: **zróżnicowanie zarządów i rad nadzorczych pod względem płci wpływa na wyniki finansowe spółek. Wpływ ten jednak jest różny. Większe zróżnicowanie rad nadzorczych oddziałuje pozytywnie na wyniki. Odwrotnie jest w przypadku zarządów. Ich większe zróżnicowanie wpływa na nie negatywnie.**

OPIS METODY I WYNIKÓW BADAŃ PRÓBA I METODA BADAWCZA

Próbie badawczą stanowiły spółki notowane na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005–2009. Pierwotna próba badawcza liczyła 1524 obserwacje przeprowadzone na koniec każdego roku. W każdym roku liczba obserwacji różniła się. Spowodowane to było debiutami giełdowymi, zawieszaniem notowań oraz fuzjami i przejęciami. Dlatego panele danych były niezbilansowane. Łącznie przeprowadzono od 1 do 5 obserwacji na temat 389 spółek. Dane pochodziły ze skonsolidowanych raportów rocznych, a w przypadku gdy spółka ich nie sporządzała z raportów jednostkowych.

Pozyskane dane miały charakter przekrojowo-czasowy, były więc danymi panelowymi. W tym przypadku zależności pomiędzy zmiennymi można

testować za pomocą klasycznej metody najmniejszych kwadratów tylko wtedy, gdy nie występuje efekt indywidualny (Kufel, 2007). Do jego sprawdzenia służy test Breuscha-Pagana. W niniejszym modelu wykazał on istnienie efektu indywidualnego, co skutkowało koniecznością wyboru jednego z dwóch modeli ekonometrycznych tj. modelu z efektem ustalonym lub modelu z efektem losowym. Do oceny, który z nich jest bardziej efektywny posłużył test Hausmana. Wskazał on na zasadność zastosowania modelu z efektem ustalonym, przy czym szczegółowe analizy pokazały, że właściwy był model z efektem grupowym i czasowym (ang. *least squares with group and period effects*). Wszystkie analizy przeprowadzono w programie LIMDEP.

ZMIENNE

W badaniu opisanym w niniejszym opracowaniu estymowano następujący model:

Wyniki spółek = f (zróżnicowanie organów statutowych, struktury własnościowe, wielkość spółek, wskaźnik zadłużenia, liczebność organów statutowych)

Zmienne zależne

Do pomiaru wyników finansowych spółek wykorzystano trzy wskaźniki: wskaźnik rentowności aktywów razem (ROA), wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE) oraz całkowitą stopę zwrotu dla akcjonariuszy (TSR)

Rentowność aktywów razem i rentowność kapitału własnego. Wskaźniki księgowe tj. rentowność aktywów razem (ROA) oraz rentowność kapitału własnego (ROE) były obliczane jako relacja zysku netto do wartości księgowej aktywów razem lub wartości księgowej kapitału własnego na koniec roku (Gajdka i Walińska, 2000). Z analiz, w których zmienną zależną była rentowność kapitału własnego, wykluczono spółki mające ujemne kapitały własne choćby dla jednej obserwacji. Było to podyktowane zniekształceniem wskaźnika ROE w takich spółkach. Rzeczywistej sytuacji spółek nie odzwierciedla zarówno mechaniczne obliczenie tego wskaźnika w przypadku, gdy ujemny jest kapitał własny i spółka osiąga stratę, ale także gdy spółka ma ujemny kapitał własny i osiąga zysk. W tym drugim przypadku może nawet wystąpić sytuacja, że wcześniej ujemny kapitał własny w kolejnym roku po osiągnięciu zysku będzie co prawda dodatni, ale równocześnie niewielki. Wtedy nawet niezbyt duży zysk może przynieść wysokie wartości wskaźnika ROE.

Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy. Całkowitą stopę zwrotu dla akcjonariuszy oblicza się, w przeciwieństwie do dwóch powyżej opisanych wskaźników, w oparciu o wartości rynkowe. W niniejszym opracowaniu do jego obliczenia zastosowano następującą formułę:

$$TSR = \frac{P_1 - (P_0 \times S) + DPS}{(P_0 \times S)}$$

gdzie P_1 to cena rynkowa akcji na koniec roku, P_0 cena rynkowa akcji na początku roku, DPS dywidenda na akcję. S to współczynnik podziału akcji w danym roku. Jeśli podział akcji nie miał miejsca, przyjmował on wartość 1, gdy np. miał w stosunku 1:7, przyjmował wartość 7.

Zmienne niezależne

Zróżnicowanie organów statutowych. Do modelu opisującego wpływ zróżnicowania organów statutowych pod względem płci wprowadzono dwie zmienne niezależne. Zróżnicowanie, podobnie jak w badaniu Campbella i Minguęza-Very (2008), mierzono za pomocą indeksu Blaua. W tamtym badaniu zastosowano go do opisanego zróżnicowania rad dyrektorów, natomiast w polskich warunkach należy obliczyć ten wskaźnik osobno dla rad nadzorczych i osobno dla zarządów. Indeks Blaua oblicza się według formuły:

$$BI = 1 - \sum_{i=1}^n P_i^2$$

gdzie P_i to wyrażony w ułamkach dziesiętnych udział członków z każdej kategorii w całkowitej liczebności organu statutowego, a n to liczba kategorii. W niniejszym badaniu były dwie kategorie – mężczyźni i kobiety. Wartości indeksu Blaua mieszczą się w przedziale od 0 do 0,5. Najwyższą wartość osiąga on, gdy liczba kobiet i mężczyzn w organie statutowym jest taka sama. Dużą zaletą indeksu Blaua jest równoczesne uwzględnienie wszystkich kategorii.

Zmienne kontrolne

W badaniu zastosowano również kilka zmiennych kontrolnych. Były nimi zmienne opisujące: strukturę własnościową, wielkość spółki, zadłużenie spółki, liczebność organów statutowych oraz sektor.

Stopień koncentracji struktury własnościowej. Przy określaniu stopnia koncentracji struktury własnościowej można zastosować zmienne pozwalające na jednoczesne uwzględnienie udziału w głosach wszystkich inwestorów posiadających znaczące pakiety akcji np. poprzez indeks Herfindahla lub łączny udział we

własności kilku największych inwestorów (Lee i O'Neill, 2002), czy też uwzględniające tylko udział we własności największego inwestora (Earle, Kucsera i Tegedy, 2005). Zmienne te są ze sobą mocno skorelowane. W niniejszym badaniu zastosowano ten ostatni wariant i zmienną symptomatyczną opisującą stopień koncentracji struktury własnościowej była zmienna udział we własności największego inwestora. Przy jej kalkulacji starano się uwzględnić zarówno bloki posiadane przez niego bezpośrednio, jak i pośrednio.

Udział w strukturze własnościowej różnych grup inwestorów. Kalkulacja udziału w strukturze własnościowej różnych typów inwestorów wymaga zakwalifikowania ich do wcześniej wyodrębnionej grupy. W niniejszym badaniu podzielono ich na cztery grupy i jako zmienne kontrolne do modelu wprowadzono: udział we własności niefinansowych akcjonariuszy zagranicznych, udział we własności inwestorów finansowych, udział we własności członków zarządu oraz udział we własności Skarbu Państwa. Za każdym razem uwzględniano zarówno własność bezpośrednią, jak i pośrednią. W grupie inwestorów finansowych znalazły się polskie i zagraniczne: banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, domy maklerskie, otwarte fundusze emerytalne, otwarte i zamknięte fundusze inwestycyjne oraz fundusze typu venture capital oraz private equity. W przypadku udziału członków zarządu, oprócz bezpośrednich udziałów, uwzględniano również powiązaną z nimi własność rodzinną. Przy kalkulacji udziału Skarbu Państwa nie uwzględniano pośredniej własności poprzez inwestorów finansowych (np. PZU SA czy PKO BP SA), ale brano pod uwagę pośredni udział poprzez spółki kontrolowane przez Skarb Państwa. Wartości poszczególnych zmiennych niezależnych uwzględniano jako ułamki dziesiątne. Jeśli akcjonariusz miał 35,75% akcji danej spółki, to do obliczeń zapisywano wartość 0,3575. W kalkulacji zmiennych opisujących struktury własnościowe uwzględniano tylko akcjonariuszy mających powyżej 5% akcji.

Wielkość spółki. Zmienną symptomatyczną opisującą wielkość spółki był logarytm naturalny z wartości księgowej aktywów razem. Jest to jeden z najczęściej wykorzystywanych sposobów odzwierciedlenia tej wielkości. Był on również wykorzystany w badaniach nad zróżnicowaniem organów statutowych pod względem płci przez Kiela i Nicholsona (2003). Wartość księgowa aktywów razem jest silnie skorelowana z innymi zmiennymi symptomatycznymi stosowanymi do opisywania wielkości spółki, takimi jak wartość przychodów ze sprzedaży (Hillman, Shropshire i Cannella, 2007), jej kapitalizacja rynkowa oraz liczba pracowników (Konrad i Mangel, 2000).

Wskaźnik zadłużenia. Wskaźnik zadłużenia liczony był jako relacja zobowiązań razem do aktywów razem. Ta zmienna kontrolna ma szczególne znaczenie przy ocenie wyników spółek, gdyż wpływ na nie ma również struktura kapitału. Jest to związane z kosztem kapitału oraz odmiennym postrzeganiem przez

inwestorów ryzyka inwestycji w akcje spółek o różnym poziomie zadłużenia (Jerzemska, 1999).

Liczebność organów statutowych. Liczebność organów statutowych mierzona była za pomocą dwóch zmiennych. Pierwszą była liczebność rady nadzorczej, drugą liczebność zarządu.

Sektor. Do modelu wprowadzono zmienną kontrolną sektor. Pomiar tej zmiennej odbywał się na skali nominalnej. Spółki podzielono na cztery grupy odpowiadające czterem sektorom. W pierwszej znalazły się spółki produkcyjne, w drugiej handlowe i usługowe, w trzeciej banki, a w czwartej pozostałe spółki z sektora finansów, a także spółki deweloperskie.

WYNIKI BADAŃ

Statystyki opisowe

Statystyki opisowe zmiennych zależnych, niezależnych i kontrolnych zostały przedstawione w tabeli 1. Średnia wartość wskaźnika ROA wynosiła 0,0219, a wskaźnika ROE 0,0572. Większą zmiennością z tych dwóch wskaźników księgowych cechował się wskaźnik ROE (odchylenie standardowe wynosiło 0,0384). Średnia wartość wskaźnika TSR wynosiła 0,1835.

Tabela 1. Statystyki opisowe

Zmienna	Średnia	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum
Rentowność aktywów razem (ROA)	0,0219	0,1904	-2,8660	1,7016
Rentowność kapitału własnego (ROE)	0,0572	0,3842	-4,6366	4,8444
Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy (TSR)	0,1835	0,9637	-0,9999	0,9637
Zróżnicowanie zarządu pod względem płci (Indeks Blaua)	0,1029	0,1830	0	0,5000
Zróżnicowanie rady nadzorczej pod względem płci (Indeks Blaua)	0,1743	0,1854	0	0,5000
Liczebność zarządu	3,1944	1,6589	1	11
Liczebność rady nadzorczej	5,7900	1,4569	4	14
Udział we własności największego akcjonariusza	0,4595	0,2361	0*	0,9993
Udział we własności niefinansowych akcjonariuszy zagranicznych	0,1076	0,2431	0	0,9993
Udział we własności inwestorów finansowych	0,1150	0,1666	0	0,9969
Udział we własności członków zarządu	0,0251	0,1133	0	0,8888
Udział we własności Skarbu Państwa	0,1741	0,2693	0	0,9960
Wielkość spółki (logarytm naturalny aktywów razem)	19,2896	1,9034	12,4252	25,7762
Wskaźnik zadłużenia	0,4919	0,2604	0,0009	0,2604

* brak akcjonariusza mającego powyżej 5% akcji.

Źródło: opracowanie własne.

Spośród dwóch organów spółek bardziej zróżnicowane pod względem płci były rady nadzorcze. Średnia wartość indeksu Blaua dla zarządów wynosiła 0,1029, a dla rad nadzorczych 0,1743. Warto również podkreślić, że w badanej próbie zdarzały się organy całkowicie jednorodne pod względem płci (indeks Blaua wynosił 0) lub doskonale zróżnicowane (indeks Blaua wynosił 0,5).

Wyniki analizy danych panelowych

Wyniki analizy danych panelowych znajdują się w tabeli 2. Nie potwierdziły one statystycznie istotnej zależności pomiędzy zróżnicowaniem pod względem płci zarządów spółek a ich wynikami finansowymi. Potwierdzono natomiast

Tabela 2. Analiza danych panelowych

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienne zależne		
	Rentowność aktywów razem (ROA)	Rentowność kapitału własnego (ROE)	Całkowita stopa zwrotu dla akcjonariuszy (TSR)
Zróżnicowanie zarządu pod względem płci (Indeks Blaua)	-0,0177 (-0,483)	0,0698 (0,758)	0,0282 (0,126)
Zróżnicowanie rady nadzorczej pod względem płci (Indeks Blaua)	0,0785† (1,892)	0,2294* (2,191)	0,2286 (0,884)
Liczebność zarządu	-0,0049 (-0,757)	-0,0219 (-1,370)	0,0676† (1,689)
Liczebność rady nadzorczej	-0,0070 (-1,076)	-0,0288† (-1,810)	0,0392 (0,973)
Udział we własności największego akcjonariusza	0,2494*** (4,906)	0,6773*** (4,465)	0,8884** (2,816)
Udział we własności niefinansowych akcjonariuszy zagranicznych	-0,0316 (-0,557)	0,0247 (0,179)	-0,1745 (-0,494)
Udział we własności inwestorów finansowych	0,0703 (1,474)	0,1542 (1,331)	-0,2614 (-0,874)
Udział we własności członków zarządu	0,0578 (0,1673)	0,0386 (0,372)	-0,1421 (-0,524)
Udział we własności Skarbu Państwa	0,0548 (0,6111)	-0,0322 (-0,123)	-0,7794 (-1,090)
Wielkość spółki (logarytm naturalny aktywów razem)	0,0578*** (6,258)	0,1382*** (5,052)	-0,2578*** (-4,049)
Wskaźnik zadłużenia	-0,4251*** (-17,319)	-0,5827*** (-6,070)	0,3203* (2,108)
Sektor	-0,0647† (-1,785)	-0,2550** (-2,797)	-0,0265 (-0,124)
Stała	-0,9557*** (-5,001)	-1,9775*** (-3,974)	4,2748*** (3,583)
N	1510	1418	1331
Skorygowane R-kwadrat	0,4059	0,1688	0,2274
Statystyka F	3,55	1,75	2,01

† p < 0,1 *p < 0,05 **p < 0,01 ***p < 0,001

Źródło: opracowanie własne.

pozytywną zależność pomiędzy zróżnicowaniem rad nadzorczych pod względem płci a wartościami wskaźników księgowych – ROA (przy $p < 0,1$) oraz ROE (przy $p < 0,05$). Nie udało się potwierdzić zależności pomiędzy zróżnicowaniem rad pod względem płci a wartościami całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy (TSR).

ZAKOŃCZENIE

Przeprowadzona analiza danych panelowych pozwoliła na częściowe potwierdzenie hipotezy badawczej. W polskich warunkach potwierdzono pozytywny wpływ zróżnicowania rad nadzorczych pod względem płci na wartości wskaźników ROA i ROE. Mając na uwadze niewielką dziś liczbę kobiet w radach nadzorczych można wysunąć tezę, że właściciele spółek powinni częściej powoływać je do organów statutowych. Pozwoli to w większym stopniu wykorzystać zalety zróżnicowania tych organów. Oczywiście płeć nie może być jedynym kryterium ich wyboru. Kobieta, która jest kandydatką do rady nadzorczej, musi również posiadać odpowiednią wiedzę i doświadczenie.

W literaturze przytoczono szereg korzyści związanych z powoływaniem kobiet do rad spółek. Wymienia się: szczególną wartość wnoszoną przez kobiety w procesie podejmowania decyzji strategicznych, ich pozytywny wpływ na podejmowanie decyzji, odmienny styl przewodzenia, lepsze wykorzystanie dostępnego kapitału intelektualnego i społecznego, poprawę wizerunku spółek wobec różnych grup interesariuszy oraz brak dostatecznej liczby mężczyzn jako kandydatów na członków organów statutowych (Burgess i Tharenou, 2002). Wyniki badań opisanych w niniejszym opracowaniu potwierdzają, że duża część z nich ma również zastosowanie w polskich warunkach.

Druga część hipotezy, mówiąca o wpływie zróżnicowania pod względem płci zarządów na wyniki finansowe spółek, nie znalazła potwierdzenia w zgromadzonych danych. W tym miejscu należy przypomnieć wyjaśnienie podobnego problemu, jakie zastosował Rose (2007), mówiące o silnej dominacji mężczyzn w organach statutowych. Przecież także w polskich warunkach liczba kobiet w zarządach jest niewielka, a organy te są mało zróżnicowane, co potwierdziły statystyki opisowe. Dodatkowo część zarządów jest jednoosobowa, trudno więc w ich przypadku mówić o jakimkolwiek zróżnicowaniu. To wszystko mogło spowodować, że opisywana tu część wyników nie pozwala na wyciągnięcie poważniejszych konkluzji. Być może zmiany na rynkach pracy oraz przełamywanie „szklanego sufitu” i idący w ślad za nimi wzrost liczby kobiet w zarządach, pozwoli na zweryfikowanie tej hipotezy w przyszłości.

LITERATURA

- Bohdanowicz L. (2010), *Kobiety w radach nadzorczych spółek publicznych – pokonywanie barier*, „Przegląd Corporate Governance”, Nr 3.
- Burgess Z., Tharenou P. (2002), *Women Board Directors: Characteristics of the Few*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 37, No. 1.
- Campbell K., Minguez-Vera A. (2008), *Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 83, No.3.
- Carter D. A., Simkins B. J., Simpson W.G. (2003), *Corporate governance, board diversity, and firm value*, „Financial Review “, Vol. 38, No. 1.
- Carver J. (2002), *On Board Leadership*, Jossey-Bass, John Wiley, New York.
- Coulson-Thomas C. (1993), *Developing Directors*, McGraw-Hill Book Company, London.
- Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (2010), Załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r.
- Earle J.S., Kucsera C., Telegdy A. (2005), *Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: do too many cooks spoil the goulash?*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 13, No. 2.
- Gajdka J., Walińska E. (2002), *Zarządzanie finansowe – teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Hambrick D., Cho T., Chen M. (1996), *The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves*, „Administrative Science Quarterly”, Vol. 41, No. 4.
- Hillman A.J., Shropshire C., Cannella A.A. Jr. (2007), *Organizational predictors of women on corporate boards*, „Academy of Management Journal”, Vol. 37, No. 4.
- Jerzemowska M. (1999), *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, PWN, Warszawa.
- Kiel G., Nicholson G. (2003), *Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 11, No. 3.
- Konrad A.M., Mangel R. (2000), *The impact of work-life programs on firm productivity*, „Strategic Management Journal”, Vol. 84, No. 12.
- Kufel T. (2007), *Ekonometria: Rozwiązywanie problemów z wykorzystaniem programu GRETL*, Wyd. Naukowe PWE, Warszawa.
- Lee P., O'Neill H. (2002), *Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives*, „Academy of Management Journal”, Vol. 46, No. 2.
- Radwan A. (2010), *Corporate governance w spółdnicy – parytety również na parkiecie?*, „Przegląd Corporate Governance”, Nr 3.
- Rose C. (2007), *Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence*, „Corporate Governance: An International Review”, vol. 15 No. 2.

- Ryan M.K., Haslam SA (2007)., *Glass cliffs: Exploring the dynamics surrounding the appointment of women to precarious leadership positions*, „Academy of Management Review”, Vol. 32, No. 2.
- Shrader C., Blackburn V., Iles P. (1997), *Women in management and firm value: An exploratory study*, „Journal of Managerial Issues” Vol. 9.
- Singh V., Vinnicombe S. (2003), *The 2002 Female FTSE Index and Women Directors*, „Women in Management Review”, Vol. 18, No. 7.
- Terjesen S., Singh V. (2008), *Female Presence on Corporate Boards: A Multi-Country Study of Environmental Context*, „Journal of Business Ethics”, Vol. 83, No. 1.
- Watson W.E., Kumar K., Michaelsen L.K. (1993), *Cultural Diversity's Impact on Interaction Process and Performance: Comparing Homogenous and Diverse Task Groups*, „Academy of Management Journal”, Vol. 36, No. 3.
- Zahra SA, Stanton W.W. (1988), *The Implications of Board of Directors' Composition for Corporate Strategy and Performance*, „International Journal of Management” Vol. 5.

GENDER DIVERSITY IN THE BOARDROOM AND FIRM FINANCIAL PERFORMANCE: EVIDENCE FROM POLISH LISTED COMPANIES

Abstract. New version of The Best Practices of WSE Listed Companies states that supervisory boards and management boards of Polish listed companies should balance proportion of women and men in management and supervisory functions, thus reinforcing the creativity and innovation of the companies' economic business. It reflects present tendencies, which reinforce women presence on corporate boards. They also encourage empirical research, which try to verify relationship between gender diversity in the boardroom and companies efficiency. This study is also engaged in it. Its main aim is to determine the relationship between gender diversity of the supervisory and management boards and firm financial performance of Polish listed companies. To determine it I employed panel data analysis and the least squares with group and period effects model. It allowed me to confirm that gender diversity of the supervisory boards affects accounting measures of performance (ROA and ROE). But there was no relationship between gender diversity and market measure of performance (TSR). Moreover, there was no relationship between gender diversity of the management boards and firm financial performance.

Key words: supervisory board, management board, women on boards, gender diversity.

