



Paweł Kosiń

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Zarządzania
Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem
pawel.kosin@ue.katowice.pl

PERCEPCJA FUNKCJONOWANIA INSTYTUCJI NIEFORMALNYCH NADZORU KORPORACYJNEGO PRZEZ INWESTORÓW MNIEJSZOŚCIOWYCH

Streszczenie: W artykule podjęto próbę sformułowania cząstkowych wniosków na temat rzeczywistego znaczenia nieformalnych instytucji nadzoru właścicielskiego. Na gruncie literatury zdefiniowano omawiane instytucje i wykazano ich wpływ na rozwój przedsiębiorstw. W ramach badań empirycznych przeanalizowano dla wybranej próby przedsiębiorstw komentarze inwestorów z portalu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem tych, które oceniały działanie instytucji nieformalnych. Przedmiotowa tematyka była rzadko podnoszona w komentarzach. Nie zachodził też istotny związek pomiędzy rodzajem ocen a notowaniami akcji. Może to oznaczać, że percepcja funkcjonowania instytucji nieformalnych nadzoru przez inwestorów mniejszościowych w Polsce jest jeszcze ograniczona.

Słowa kluczowe: społeczna odpowiedzialność biznesu, nadzór korporacyjny, instytucje nieformalne.

Wprowadzenie

Trwały rozwój jest kluczowym zagadnieniem strategicznym dla każdej myślącej przyszłościowo organizacji. Stanowi on odpowiedź na wyzwania środowiskowe powiązane z kwestiami społecznymi i ekonomicznymi. Włączenie społecznej odpowiedzialności biznesu do strategii i codziennych działań firmy nie jest dla niej obciążeniem, przeciwnie – zachęca do zaangażowania się w proces innowacyjny, który wyznacza i będzie wyznaczał kierunki rozwoju biznesu na świecie. Na tym tle szczególną rolę odgrywają instytucje nadzoru korporacyjnego, w tym instytucje nieformalne.

Prezentowane dalej wyniki badań literatury i badań empirycznych stanowią przyczynek do refleksji nad znaczeniem instytucji nieformalnych nadzoru korporacyjnego w procesie podejmowania decyzji inwestorskich w obszarze polskiego rynku kapitałowego. Problem szczegółowy można sformułować jako pytanie, czy respektowanie instytucji nieformalnych w istotny sposób może przyczynić się do umacniania fundamentów rozwojowych korporacji uzależnionych od rynku kapitałowego? Odpowiedzi na tak sformułowane pytanie poszukiwano poprzez ocenę ścisłości związku pomiędzy ocenami inwestorów funkcjonowania instytucji nieformalnych i dynamiką kapitalizacji wybranych podmiotów. Tak zakres badań, jak i rodzaj badanej zależności nie upoważnia do szerszych uogólnień. Pozwala jednak na istotne konstatacje i sformułowanie przyszłościowych pytań badawczych.

1. Instytucje nieformalne a możliwości rozwoju

Instytucje w sferze nadzoru korporacyjnego oznaczają zbiory formalnych i nieformalnych zasad porządkujące sposoby postępowania, jak i sposoby egzekwowania określonych zachowań. Z problematyką nadzoru korporacyjnego szczególnie dobrze koresponduje stwierdzenie nawiązujące do problemów ujmowanych w szerszej skali, że instytucje to „działania zbiorowe, w celu kontroli działań indywidualnych” [Commons, 1934, s. 69]. W niniejszym opracowaniu instytucje traktuje się bardzo szeroko jako zbiór norm czy zasad wywierających znaczący wpływ na postawy zbiorowości społecznej [Pareto, 2005, s. 24], a inaczej, jeszcze bardziej ogólnie, jako przyjęte przez ludzi normy i ograniczenia kształtujące relacje między ludźmi [North, 1997, s. 2].

Brak rozwiązań formalnych normujących wykonywanie pewnych działań nie musi oznaczać bynajmniej, że nie istnieją jakiegokolwiek reguły. Można nawet powiedzieć, że instytucje nieformalne są pierwotne w stosunku do instytucji formalnych. Odzwierciedlają one bowiem podstawowe, najbardziej ogólne poglądy uczestników procesów przebiegających w przestrzeni pomiędzy korporacją i jej interesariuszami. Ważne jest, by instytucje formalne i nieformalne współgrały ze sobą. Brak tego atrybutu może prowadzić przede wszystkim do dylematów decyzyjnych, ale także zdarzeń niepożądanych, zarówno w kontekście interesów przedsiębiorstwa, jak i jego otoczenia.

Dla potrzeb analizy instytucjonalnej problemów nadzoru korporacyjnego instytucje nieformalne wiąże się z kapitałem społecznym. Ten kapitał uzewewnętrznia się przede wszystkim w formie umiejętności społecznych przedsię-

biorstwa pozwalających mu współpracować z podmiotami otoczenia bliższego i dalszego. Tak więc można tu mówić o niepisanych normach i procedurach korporacyjnych, sieciach kontaktów, kompetencjach w zakresie rozwiązywania problemów, a także uwarunkowaniach kulturowych. Tak jak kapitał społeczny, tak i instytucje nieformalne opierają się na zaufaniu. Siła oddziaływania zależy od tego, w jaki stopniu dana zbiorowość uznaje i respektuje zbiór niepisanych norm i wartości [Fukuyama, 1997, s. 20].

W sposób oczywisty kultywacja instytucji nieformalnych nadzoru korporacyjnego wiąże się z ponoszeniem szeroko rozumianych kosztów. Mogą to być nie tylko koszty ujawniające się bezpośrednio w ewidencji finansowej zdarzeń gospodarczych, ale także koszty utraconych korzyści lub koszty alternatywne. Specyficznymi obszarami są koszty ewidencjonowane poza kosztami finansowymi, pojawiające się w zakresie kosztów operacyjnych, i tylko pośrednio związane z pozycją przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, w tym:

- dostępnością kapitału własnego,
- dostępnością kredytu kupieckiego.

Dynamika zmian otoczenia oraz analiza ujawniających się trendów wskazują, że przedsiębiorstwa stają się coraz bardziej zależne od czynników o ograniczonej przewidywalności. Doskonałość operacyjna, przewaga kosztowa czy agresywny marketing przestają wystarczać jako czynniki kształtujące przewagę strategiczną i zdolności rozwojowe. Siłą napędzającą rozwój organizacji gospodarczych są innowacyjne przedsięwzięcia. Wartość każdego przedsięwzięcia biznesowego określona jest poprzez zaktualizowaną wartość prognozowanych strumieni pieniężnych uzyskanych z przedsięwzięcia porównaną ze zaktualizowaną wartością nakładów niezbędnych do jego zaistnienia (metoda *discounted cash flows* – DCF). Funkcja decyzyjna w ogólnej postaci może zostać przedstawiona jako:

$$F(V_k, \sigma_k) = V_k + \alpha * \sigma_k,$$

gdzie:

V_k – oczekiwana wartość zdyskontowana (zaktualizowana) przedsięwzięcia w wariancie k ,

σ_k – odchylenie standardowe wartości,

α – współczynnik ostrożności.

Im mniejsze odchylenie, a tym samym większe „skupienie” możliwych wyników, tym większe prawdopodobieństwo wykreowania wartości oczekiwanej. Rzecz jasna, podmiot decyzyjny jako negatywne odbiera odchylenia ujemne (semiodchylenie standardowe), dodatnie zaś postrzegane są jako szanse. Współ-

czynnik ostrożności jest wagą odchylenia standardowego, interpretowanego jako miara ryzyka i przybierającego wartości w zależności od poziomu akceptacji ryzyka przez podmiot decyzyjny.

Fakt, że instytucje, w tym także nieformalne, wpływają na wyniki uzyskiwane przez podmioty gospodarcze, nie budzi raczej wątpliwości. Instytucje nieformalne, redukując niepewność, stają się w sposób naturalny instrumentem zwiększającym wartość ekonomiczną projektowanych przedsięwzięć, a tym samym generatorem wzrostu efektywności podejmowanych inicjatyw. To z kolei zwiększa dostępność kapitału zarówno własnego, jak i zwrótego. Nie jest to jednak interpretacja jednoznaczna. Równoległej wycenie podlegać winien wzrost kosztów operacyjnych związanych z podtrzymywaniem instytucji nieformalnych. Ponadto wzorzec oceny efektywności musi uwzględniać koszty utraconych korzyści pojawiających się potencjalnie wobec przestrzegania reguł i ograniczeń pozwalających na skorzystanie ze sposobności dopuszczalnych z perspektywy instytucji formalnych, lecz sprzecznych wobec mechanizmów budowanych oddziaływaniem nieformalnych instytucji nadzoru korporacyjnego.

Dodatkowo należy postawić pytanie, co w sytuacji, gdy szacunki probabilistyczne są niedostępne albo też przedział ufności dla nich jest zbyt szeroki? A takie właśnie ograniczenia nakłada podejmowanie decyzji w warunkach niepewności. W warunkach niepewności zawiodą tradycyjne kryteria wyboru wariantu działania, zarówno probabilistyczne, jak i nieprobabilistyczne, wywodzące się z teorii gier. Wzrasta znaczenie nowych kryteriów wyboru wariantów działania innowacyjnego. I tu podkreślenia wymaga fakt, że skutki niepewności może ograniczyć zwiększenie poziomu zaufania, w szczególności w płaszczyźnie relacji z dostawcami kapitału. Dotyczy to nie tylko kapitału własnego, ale także oprocentowanego kapitału obcego czy kredytu kupieckiego. Tę rolę mogą wypełniać przedmiotowe instytucje nieformalne.

Im większe wzajemne zaufanie, tym mniejsze koszty transakcyjne. Zmniejsza się bowiem konieczność ubezpieczania transakcji i zmniejszają się koszty kontroli. Zwiększona presja konkurencyjna i poszukiwanie nowych dróg osiągnięcia przewagi strategicznej prowadzi paradoksalnie nie do autarkizacji, ale do zwiększonej otwartości systemów i wymiany informacji. Realia współczesnej gospodarki sprawiają, że pojedyncze podmioty nie są efektywne w sposób bezwzględny. Ich efektywność wynika z dopasowania do matrycy powiązań międzyorganizacyjnych i korelacji z funkcjonowaniem większej całości¹.

¹ „Realizacja zadań strategicznych wymaga związków kooperacyjnych o różnym charakterze – od nieformalnej współpracy do ścisłego związania decyzyjnego i własnościowego. Naturalną tendencją staje się więc koncentracja przedsiębiorstw w poszukiwaniu obniżki kosztów i zwiększenia konkurencyjności (...) [Olszewska, 2001, s. 31-32].

Nie można bynajmniej stwierdzić jednoznacznie, że w partykularnych przypadkach strategie zmniejszające stopień samoograniczenia korporacji przez instytucje nieformalne nie są skuteczne. Już Hayek wskazywał, że czasem respektowanie uznawanych wartości nie jest zgodne z ogólnym rozumieniem pojęcia wartości [Musiał, 2012, s. 281]. Instytucje ograniczają ryzyko poprzez porządkowanie relacji pomiędzy ludźmi i ich zbiorowościami, ale mogą też ograniczać aktywność gospodarczą. Jednocześnie praktyka wskazuje na różne techniki oddziaływań, przede wszystkim marketingowych, umożliwiających ograniczenie kosztów długookresowych zmniejszonego zaufania podmiotów otoczenia.

Ważną konstatacją jest rozróżnienie zmian strategii i instytucji nieformalnych. Strategię przedsiębiorstwa można zmienić, ale instytucje nieformalne cechuje daleko większa bezwładność. Wynika to z ich głównego zadania – ograniczania niepewności. Źródła zmian instytucji mogą mieć charakter endogeniczny bądź egzogeniczny [Iwanek i Wilkin, 1998, s. 23]. Przyczyny endogeniczne (wewnętrzne) zmian instytucji zachodzą dzięki nowym sposobom postępowania pojawiającym się w grupie społecznej. Ich fundamentem zazwyczaj są zmiany w obszarze techniki i technologii. W tym kontekście można byłoby wskazywać, że w warunkach burzliwych zmian techniczno-technologicznych inercja nieformalnego systemu instytucjonalnego ma określone konsekwencje, których ocena w każdym przypadku musi być sytuacyjna. Instytucje mogą zarówno hamować rozwój technik produkcji, jak i im sprzyjać. Zmiany egzogeniczne (zewnętrzne) prowadzą do zastąpienia istniejących instytucji innymi, narzuconymi przez inne grupy społeczne realizujące swoje odmienne interesy.

Poszukiwanie lepszych rozwiązań instytucjonalnych przez organizacje jest z reguły poddane kryteriom realizacji własnych interesów i dokonuje się głównie metodą kolejnych prób i oceny reakcji na implementowane zmiany. Reakcje te wynikają z charakteru praw własności kapitału i zasobów, struktur organizacyjnych i układu zarządzania, rodzaju zawieranych kontraktów, kapitału społecznego itd.

2. Zmienność instytucji nieformalnych nadzoru korporacyjnego

Powstawanie instytucji nieformalnych (ale także formalnych) i ich dynamika jest zawsze wynikiem dążenia społeczności do zmiany funkcjonującego porządku. Bez tego żadna instytucja nie mogłaby zaistnieć [Hodgson, 2003, s. 163]. Nie istnieje uniwersalistyczny wzorzec porządku instytucjonalnego. Można przyjąć, że w przypadku korporacji działających w obszarze Europy Środkowej i Wschod-

niej da się wyróżnić cztery okresy, których delimitacja wynika z przeobrażeń społecznych, politycznych i gospodarczych zachodzących w szerszej skali. I tak ewolucja instytucji nieformalnych w rozważanym obszarze może być rozpatrywana w okresach [Chavance, 2008, s. 62]:

- okres przedtransformacyjny – szybkie, oportunistyczne zmiany w reformowanych krajach,
- okres intensywnej transformacji – szybkie, oportunistyczne lub zachowawcze zmiany, co wynika z niepewności systemowej,
- okres po intensywnej transformacji – uczenie się procesów, stabilizacja instytucji,
- okres stabilizacji – zmiany w efekcie procesu uczenia się².

We wcześniejszych jeszcze okresach (a więc w latach 70. i 80. ubiegłego stulecia) dynamika instytucji była mocno ograniczona. Wiązało się to z postawami „bierno-produktywno-antyindywidualistycznymi” i „obronno-zachowawczo-rozszczeniowymi” [Koralewicz i Ziółkowski, 2003, s. 179-180]. Zmiany ujmowane w tej perspektywie były czymś koniecznym i zdeterminowanym rewolucyjnymi zmianami systemowymi.

Świadomość dynamiki nieformalnych instytucji nadzoru korporacyjnego jest konieczna dla właściwej oceny wyników badań omawianych w dalszej części artykułu. Należy mieć bowiem świadomość, że instytucje te posiadają stosunkowo krótką historię funkcjonowania. Jak wspomniano w punkcie 1, instytucje nieformalne charakteryzuje „temporalna bezwładność”, która, być może, w warunkach polskich musi się dopiero wykształcić.

3. Działanie instytucji nieformalnych w wybranych korporacjach a zmiany wartości rynkowej kapitału własnego

Do badania wybrano spółki sektora budowlanego o zróżnicowanych stopach zwrotu. Trzy z nich rynek wycenia powyżej wartości księgowej, kolejne trzy – poniżej. Notowania wszystkich sześciu podmiotów charakteryzował trend spadkowy, aczkolwiek o różnej intensywności. Jedna ze spółek w 2015 r. nie jest przypisana do jakiegokolwiek z indeksów, jedna do WIG InvestorMS, trzy do WIG Bud i jedna do dwóch, to jest WIG Bud i WIG InvestorMS. Wszystkie skupione są na rynku krajowym. Branża budowlana, a przynajmniej w zakresie wybranych

² Ciekawym przyczynkiem do omawianych zagadnień jest treść Zarządzenia nr 19 Ministra Skarbu Państwa z dnia 19.03.2010 r. w sprawie zasad nadzoru właścicielskiego nad spółkami z udziałem Skarbu Państwa [www 1].

podmiotów, nie podlega też specyficznym uwarunkowaniom właściwym, przykładowo, przedsiębiorstwom realizującym projekty z zakresu nowych technologii. Wybrane spółki to: AWBUD SA, POLIMEX-MOSTOSTAL SA, TEGAS SA, ENERGOAPARATURA SA, INSTAL KRAKÓW SA, MOSTOSTAL PŁOCK SA. Dane zbierano w 2014 r. Aby scharakteryzować zbiorowość będącą przedmiotem badań, zestawiono poniżej kluczowe informacje o stanie parametrów rynku kapitałowego dotyczących wybranych podmiotów. Ogół informacji charakteryzujących rynek kapitałowy, zarówno tu, jak i dalej, zaczerpnięto ze źródeł sieciowych, to jest z danych publikowanych na [www 2], stan na koniec października 2014 r. Przegląd poruszanych problemów i treści uwzględnionych postów pozwalają postawić wiarygodną hipotezę, że ogół aktywnych uczestników tego forum może zostać zakwalifikowany do grupy inwestorów mniejszościowych, to jest tych, których wpływ w procesach decyzyjnych organów spółki jest ograniczony. Każdy z tych postów został przeanalizowany wg kryteriów jakościowych, czy wyraża stosunek jego autora do relacji przedsiębiorstwo – inwestor mniejszościowy.

AWBUD SA

	1R	2L	5L
Kurs	0,49	0,53	2,67
Zmiana	-22,45%	-28,30%	-85,77%
Na tle rynku (pp)	-23,09	-53,09	-126,16
Cena /WK	0,68		

POLIMEX-MOSTOSTAL SA

	1R	2L	5L
Kurs	0,20	0,56	3,76
Zmiana	-55,00%	-83,93%	-97,61%
Na tle rynku (pp)	-55,64	-108,72	-138,00
Cena /WK	1,46		

TEGAS SA

	1R	2L	5L
Kurs	5,26	3,52	14,30
Zmiana	-15,97%	25,57%	-69,09%
Na tle rynku (pp)	-16,61	0,78	-109,48
Cena/zysk	17,10		
Cena/WK	0,66		

ENERGOAPARATURA SA

	1R	2L	5L
Kurs	1,04	0,79	1,56
zmiana	0,00%	31,65%	-33,33%
Na tle rynku (pp)	-0,64	6,86	-73,73
Cena/zysk	9,90		
Cena/WK	1,39		

INSTAL KRAKÓW SA

	1R	2L	5L
Kurs	22,94	15,19	16,48
zmiana	-30,82%	4,48%	-3,70%
Na tle rynku (pp)	-31,46	-20,31	-44,09
Cena/zysk	9,50		
Cena/WK	0,60		

MOSTOSTAL PŁOCK SA

	1R	2L	5L
Kurs	18,50	17,96	62,00
zmiana	-31,73%	-29,68%	-79,63%
Na tle rynku (pp)	-32,37	-54,47	-120,02
Cena/WK	0,65		

Dla wymienionych korporacji dokonano identyfikacji postów na forum inwestorów związanych tematycznie z funkcjonowaniem instytucji nieformalnych w okresie wrzesień 2013 – wrzesień 2014. Następnie zwaloryzowano wpisy względem kryterium ocenego (wpisy pozytywne i negatywne). I tak dla kolejnych podmiotów objętych analizą uzyskano następujące wyniki:

AWBUD SA

Łącznie wpisów pozytywnych: 0
 Łączna liczba komentarzy w badanym okresie: 90

Łącznie wpisów negatywnych: 5

POLIMEX-MOSTOSTAL SA

Łącznie wpisów pozytywnych: 5
 Łączna liczba komentarzy w badanym okresie: 3901

Łącznie wpisów negatywnych: 22

TESGAS SA

Łącznie wpisów pozytywnych: 0
 Łączna liczba komentarzy w badanym okresie: 47

Łącznie wpisów negatywnych: 1

ENERGOAPARATURA SA

Łącznie wpisów pozytywnych: 0
Łączna liczba komentarzy w badanym okresie: 37

Łącznie wpisów negatywnych: 1

INSTAL KRAKÓW SA

Łącznie wpisów pozytywnych: 0
Łączna liczba komentarzy w badanym okresie: 43

Łącznie wpisów negatywnych: 0

MOSTOSTAL PŁOCK SA

Łącznie wpisów pozytywnych: 0
Łączna liczba komentarzy w badanym okresie: 10

Łącznie wpisów negatywnych: 0

Należy przyznać, że przywołane dane charakteryzuje ograniczona zdolność do formułowania uogólnionych wniosków, przede wszystkim z uwagi na zróżnicowaną kondycję badanych podmiotów, zróżnicowaną pozycję (w tym realizowane postępowania restrukturyzacyjne), ale nade wszystko z uwagi na niereprezentatywność danych. Jest jednak faktem, że problemy instytucji nieformalnych nie determinują kluczowych kryteriów oceny inwestorów. Faktem jest, że wniosek ten dotyczy przede wszystkim inwestorów rozproszonych, ale z drugiej strony inwestorzy (i znaczący dostawcy kapitału pożyczkowego) dysponują szerszym dostępem do instytucji formalnych nadzoru korporacyjnego. Nawet w przypadku POLIMEX-MOSTOSTAL SA, którego forum charakteryzowało się w stosunku do pozostałych badanych podmiotów względną „nadaktywnością” (co wiąże się z dynamiką realizowanych programów naprawczych), odsetek komentarzy dotyczących instytucji nieformalnych stanowi zaledwie 0,7%. Całość debaty zdominowana jest kwestiami analizy technicznej bądź fundamentalnej.

Podsumowanie

Na gruncie badań instytucji społecznych pojawiło się pojęcie *homo contractor* [Lissowska, 2004, s. 24 i nast.]. Oznacza ono podmiot podejmujący wyzwania konkurencyjne, a jednocześnie przejawiający postawy kooperacyjne. Na podstawie zestawionych danych nie można potwierdzić, by koncepcja ta znajdowała silne potwierdzenie, przynajmniej na gruncie percepcji nieformalnych instytucji *corporate governance* wybranych podmiotów. Potwierdza to niska istotność omawianych zagadnień postrzegana przez pryzmat częstotliwości komentarzy o przedmiotowej tematyce. Brak jest jednocześnie prawidłowości w zakresie dynamiki notowań i wydzwięku ocen zachowań badanych korporacji.

Przestrzeganie określonych norm nie przekłada się jeszcze dostatecznie silnie na postawy rozproszonego akcjonariatu, co z kolei nie zmusza samych spółek do ponoszenia szeroko rozumianych kosztów przestrzegania nieformalnych reguł zachowania. Wartość kapitału i możliwości rozwojowe nie są silnie zdeteminowane oceną instytucji nieformalnych.

Generalizując powyższe konstatacje, można pokusić się o sformułowanie kluczowych wniosków wynikających z badań, a korespondujących z przywołanymi rozważaniami teoretycznymi. Rozwój nieformalnych instytucji nadzoru korporacyjnego w Polsce nie jest dostatecznie silny, by stanowić priorytetowy kierunek działania zarządów korporacji. Jedną z hipotez poszukiwania przyczyn tego stanu rzeczy może być względna niedojrzałość rozwoju tych instytucji. Nie przesądzając prawdziwości tej hipotezy można wskazać, że świadomość rezerw identyfikowanych w tym obszarze może być wykorzystana przez organizacje gospodarcze jako instrument konkurowania na rynku kapitałowym celem poprawy dostępu do zasileń finansowych.

Z racji swego zakresu uzyskane wyniki nie mogą być podstawą daleko idących uogólnień. Wskazują jednak na otwieranie się obszaru działań doskonalących funkcjonowanie korporacji poprzez aktywność informacyjną i stabilizowanie więzi z akcjonariuszami dzięki instytucjom nieformalnym nadzoru korporacyjnego. Z drugiej strony należy oczekiwać „dojrzewania” akcjonariuszy rozproszonych, którzy cenić będą sobie w coraz to większym stopniu ograniczenie ryzyka inwestorskiego dzięki sprawnemu działaniu instytucji nieformalnych nadzoru.

Literatura

- Chavance B. (2008), *Formal and Informal Institutional Change: The Experience of Postsocialist Transformation*, „The European Journal of Comparative Economics”, Vol. 5, No. 1.
- Commons J.R. (1934), *Institutional Economics*, Macmillan, New York.
- Fukuyama F. (1997), *Zaufanie. Kapitał społeczny a droga do dobrobytu*, WN PWN, Warszawa-Wrocław.
- Hodgson G.M. (2009), *Institutional Economics into the Twenty-First Century*, „Studia Note di Economia”, Vol. 14, No. 1.
- Hodgson G.M. (2003), *The Hidden Persuaders: Institutions and Individuals in Economic Theory*, „Cambridge Journal of Economics”, Vol. 27, No. 2.
- Iwanek M., Wilkin J. (1998), *Instytucje i instytucjonalizm w ekonomii*, UW, Warszawa.

- Koralewicz J., Ziółkowski M. (2003), *Mentalność Polaków. Sposoby myślenia o polityce, gospodarce i życiu społecznym 1988-2000*, Wydawnictwo Scholar, Collegium Civitas Press, Warszawa.
- Lissowska M. (2004), *Instytucjonalne wymiary procesu transformacji w Polsce*, SGH, Warszawa.
- Musiał G. (2012), *Wiodące idee w filozofii społecznej Friedricha Augusta von Hayeka*, „Przegląd Filozoficzny – Nowa Seria”, nr 2(82)
- North D.C. (1997), *The Contribution of the New Institutional Economics to an Understanding of the Transition Problem*, WIDER Annual Lecteurs 1, Helsinki.
- Olszewska B. (2001), *Współczesne uwarunkowania zarządzania strategicznego przedsiębiorstwem. Wybrane zagadnienia*, AE we Wrocławiu, Wrocław.
- Parto S. (2005), *Economic Activity and Institutions: Taking Stock*, „Journal of Economic Issues”, Vol. 39
- [www 1] www.msp.gov.pl (dostęp: 19.05.2015).
- [www 2] <http://www.bankier.pl/inwestowanie/profile> (dostęp: 30.10.2014).

THE MINOR SHAREHOLDERS PERCEPTION OF CORPORATE GOVERNANCE INFORMAL INSTITUTION FUNCTIONING

Summary: The object of this article was to try to formulate partial conclusions about real significance of informal institutions of corporate governance. On the basis of literature mentioned institutions were defined and their effect on enterprises development was demonstrated. In the range of empirical studies, the investors commentaries from financial portal were analyzed, with special regard to these commentaries, which evaluated the activity of institutions. The subject matter was underused in discussions. There were no important connections between kind of evaluations and share pricing. It may indicate, that the minor shareholders perception of informal institutions functioning is limited yet in Poland.

Keywords: corporate social responsibility, corporate governance, informal institutions.