



Anna Wierzbicka

Uniwersytet w Białymstoku
Wydział Ekonomii i Zarządzania
Katedra Nauk o Przedsiębiorstwie
a.wierzbicka@uwb.edu.pl

ROLA INWESTORÓW W ROZWOJU NADZORU KORPORACYJNEGO

Streszczenie: Fundamentalnym aspektem nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie odpowiedniej ochrony inwestorom. Wśród interesariuszy zaangażowanych w funkcjonowanie spółek najbardziej znaczącą rolę w rozwoju nadzoru korporacyjnego przypisuje się inwestorom instytucjonalnym. Ze względu na wolumen inwestycyjny, motywacje inwestowania, wiedzę i horyzont czasowy są oni szczególnie zainteresowani zainicjowaniem zmian podnoszących jakość funkcjonowania rynku kapitałowego. Będąc postrzegani jako świadomi, aktywni i profesjonalni gracze giełdowi, są naśladowani przez inwestorów indywidualnych. W konsekwencji celem pracy jest weryfikacja hipotezy, w myśl której inwestorzy determinują kierunek rozwoju i zmian zachodzących w obszarze nadzoru korporacyjnego.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, inwestorzy indywidualni, inwestorzy instytucjonalni.

Wprowadzenie

Rola rynków kapitałowych rośnie w sposób niekwestionowany, co potwierdzają podstawowe dane charakteryzujące sektor finansów, m.in. stosunek wartości obrotów giełdowych do dochodu krajowego, liczba przedsiębiorstw obecnych na Giełdzie Papierów Wartościowych czy wartość kapitalizacji spółek krajowych. Efektem dynamicznego rozwoju świata finansów jest zwiększająca się liczba inwestorów, zarówno indywidualnych, jak również instytucjonalnych, lokująca swoje oszczędności w udziałach przedsiębiorstw emitujących papiery wartościowe.

Mając na uwadze fundamentalne zasady konstrukcyjne spółek kapitałowych, w tym zasadę rządów większości, zasadę proporcjonalności praw i wkładów czy zasadę oddzielenia funkcji kapitałodawcy od zarządzającego spółką,

trzeba pamiętać, że dużego znaczenia nabiera potrzeba zagwarantowania odpowiedniego poziomu nadzoru ze strony inwestorów nad działaniem spółek.

Praca została przygotowana w konwencji hipotetyczno-dedukcyjnej, a zakres podjętej w artykule problematyki badawczej pozwolił na sformułowanie hipotezy, zgodnie z którą inwestorzy determinują kierunek rozwoju i zmian zachodzących w obszarze nadzoru korporacyjnego.

1. Istota nadzoru korporacyjnego

Analizę pojęcia nadzoru korporacyjnego warto zacząć od przytoczenia przynajmniej kilku definicji wyjaśniających znaczenie *corporate governance* w podejściu amerykańskim i brytyjskim, dającym załóżek do podejmowania analiz w innych krajach.

Shleifer i Vishny definiują *corporate governance* jako metody, których zastosowanie pozwala na zapewnienie inwestorom uzyskania przychodów z zainwestowanych przez nich środków [Shleifer i Vishny, 1997, s. 737]. *Corporate governance* według Davisa oznacza „proces godzenia ambicji indywidualnych z potrzebą utrzymania i rozwoju wspólnego dobra, które wiąże jednostki przez wspólne interesy” [Davis, 1999, s. 7]. Problem może jednak pojawić się w sytuacji odmienności celów poszczególnych grup interesariuszy spotęgowanej dodatkowo siłą oddziaływania na kierunek realizowanej polityki spółki. Monks i Minow w *corporate governance* upatrują metodę maksymalizacji tworzenia bogactwa w sposób nieobarczający innych lub całego społeczeństwa niewłaściwymi kosztami [Monks i Minow, 1996, s. 162].

Zgodnie z wytycznymi OECD nadzór korporacyjny ma odzwierciedlenie w relacjach zachodzących pomiędzy organami spółki, podmiotami zarządzającymi spółką, inwestorami i pozostałymi interesariuszami. Budowa struktur spółki opartych na zasadach nadzoru korporacyjnego pomaga w określeniu jej celów, środków realizacji, jak również metod weryfikacji osiągniętych wyników. „Funkcjonowanie skutecznego systemu nadzoru korporacyjnego, czy to w poszczególnych spółkach, czy też w całej gospodarce, przyczynia się do uzyskania większego zaufania, które jest istotnym czynnikiem zapewniającym sprawne działanie gospodarki rynkowej” [OECD, 2004, s. 11]. Dzięki tym działaniom spółki mogą obniżyć koszt pozyskiwanego kapitału, rynek kapitałowy zwiększa zaś zaufanie wśród inwestorów, a za sprawą synergii zachodzącej pomiędzy polityką makroekonomiczną i strukturalną możliwe jest wsparcie wzrostu gospodarczego [OECD,

2004, s. 11]. Definicja ta znajduje zastosowanie w tworzonych kodeksach dobrych praktyk kierowanych do spółek publicznych.

Niemniej jednak jednoznaczne zdefiniowanie pojęcia „nadzór korporacyjny” nie jest możliwe. W języku polskim funkcjonuje ono pod innymi jeszcze terminami: nadzór właścicielski, władanie korporacyjne, nadzór korporacyjny, ład korporacyjny.

„Nadzór właścicielski” jako polski odpowiednik *corporate governance* był stosowany na początkowym etapie rozwoju polskiego rynku kapitałowego, kiedy struktura właścicielska była silnie scentralizowana, a dawca kapitału pełnił jednocześnie funkcję zarządzającego nim [Mesjasz, 2011, s. 20]. Solarz postulował stosowanie terminu „władanie korporacyjne”, podkreślając aspekt faktycznej władzy między organami spółki i zaangażowanymi interesariuszami, w tym: dostawcami, odbiorcami, pracownikami, akcjonariuszami i pozostałymi grupami [Solarz, 1997]. Zdaniem Wawrzyniaka najodpowiedniejszym zamiennikiem był „nadzór korporacyjny” uwzględniający zasady, reguły oraz wszelkie aspekty zarządzania środkami służącymi do kontrolowania przez właścicieli podległych im podmiotów gospodarczych [Wawrzyniak, 2000, s. 52]. Jeżak uważał z kolei, że dopiero pojęcie „ładu korporacyjnego” oddaje istotę społecznego i systemowego kontekstu działania spółek, będąc jednocześnie efektem „...uwarunkowań i oczekiwań, płynących z szeroko pojętego otoczenia społecznego i makroekonomicznego” [Jeżak, 2010, s. 122].

Pomimo różnorodności poglądów i odmienności argumentacji co do tłumaczenia zwrotu *corporate governance*, elementem, który powiela się w wielu definicjach, jest cel, jaki dzięki niemu ma zostać osiągnięty.

Fundamentalnym aspektem nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie odpowiedniej ochrony inwestorom. Sprawowana za pomocą zasad nadzoru korporacyjnego nad spółkami kontrola ma zapewnić prorozwojową równowagę „...między interesami wszystkich podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji” [Szomburg, Tamowicz i Dzierżanowski, 2001, s. 1-2]. Elementem różnicującym przytoczone definicje jest określenie podmiotu sprawującego nadzór, jak również przyjęty sposób sprawowanej kontroli.

Należałoby się zgodzić z podglądem Słomki-Gołębiowskiej, wg której istotą „...dobrego nadzoru korporacyjnego jest istnienie spójnych ram prawnych, które za nadrzędną zasadę uznają ochronę praw własności (...). W krajach, w których zasada ta jest respektowana, system finansowy jest dobrze rozwinięty, a w efekcie przedsiębiorstwa nie mają trudności w pozyskaniu kapitału zewnętrznego” [Słomka-Gołębiowska, 2008, s. 93]. Niemniej jednak podkreśla ona również, że „nawet spójne i przejrzyste przepisy prawne nie zapewnią dostatecznej ochrony

inwestorom, jeśli mechanizmy ich egzekwowania działają niesprawnie. (...) Gdy koszty transakcyjne egzekwowania praw na drodze sądowej są zbyt wysokie (...), tworzy się organizacje publiczne monitorujące i egzekwujące przestrzeganie przepisów prawnych dotyczących spółek kapitałowych i funkcjonowania giełdy [Słomka-Gołębiowska, 2008, s. 94].

Nadzór korporacyjny stanowi inicjatywę oddolną i dobrowolnie przyjmowaną przez przedsiębiorstwa. Ustanowienie systemu norm i zakazów dodatkowo obwarowanych sankcją prawną mogłoby hamować działalność przedsiębiorców, stanowiąc dodatkowe przeregulowanie i ograniczenie swobody gospodarczej.

2. Rodzaje inwestorów giełdowych

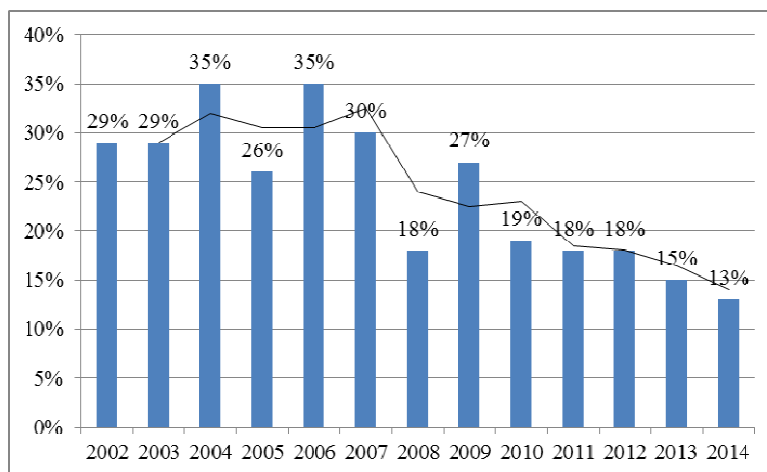
Pojęcie „inwestor” rozumiane jest powszechnie jako podmiot będący osobą fizyczną lub osobą prawną, lokującą wolne czasowo środki finansowe w celu osiągnięcia najczęściej dopiero w przyszłości korzyści finansowych [www 1].

Literatura w zależności od przyjętego kryterium prezentuje kilka klasyfikacji inwestorów. Według sposobu inwestowania możemy podzielić ich na inwestorów bezpośrednich i pośrednich. „Inwestorami bezpośrednimi nazywamy tych, którzy sami zakupują papiery wartościowe notowane na giełdzie. Inwestorzy pośredni zakupują instrumenty finansowe emitowane przez fundusze inwestycyjne, a wpłacane przez nich pieniądze są następnie przeznaczane na zakup giełdowych papierów wartościowych” [Dobosiewicz, 2013, s. 79]. Jednocześnie w zależności od wiedzy finansowej i biznesowej wymienia się także inwestorów profesjonalnych i nieprofesjonalnych [Jeżak, 2010, s. 56].

Inne ujęcie uwzględniające postawę inwestorów wskazuje na inwestorów biernych i czynnych. Inwestorzy bierni, nabywając papiery wartościowe, traktują je jako trwałą lokatę przynoszącą im korzyści w formie odsetek, dywidend lub premii. Pomimo iż obserwują bieżącą sytuację giełdową, rzadko dokonują wymiany posiadanych udziałów. Inwestorzy czynni z kolei dopatrują się szansy zarobku w częstej sprzedaży i kupnie udziałów, uwzględniając przy tym tendencje kursów giełdowych [Penc, 1997, s. 173]. Ujęcie to nawiązuje do innego jeszcze kryterium odnoszącego się do horyzontu czasowego inwestycji, wg którego wyróżniamy inwestorów krótkoterminowych i długoterminowych [Jeżak, 2010, s. 56].

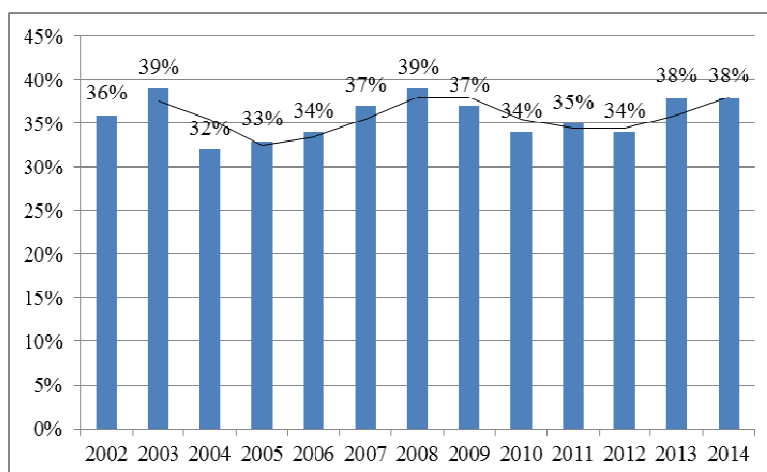
Klasyfikacją stosowaną w analizach przygotowywanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie jest podział inwestorów na: polskich inwestorów indywidualnych, polskich inwestorów instytucjonalnych oraz inwestorów zagranicznych [www 2].

Warto podkreślić, iż każda ze wskazanych grup charakteryzuje się odmiennym nieco motywem inwestowania, akceptowanym poziomem ryzyka, długością horyzontu inwestycyjnego, kwotą inwestowanych środków, jak również siłą oddziaływania. Aktywność poszczególnych grup inwestorów, jak również udział w obrotach wpływa na ich siłę oddziaływania na politykę prowadzoną przez spółki, jakość dialogu komunikacyjnego z inwestorami, a w konsekwencji na poziom nadzoru korporacyjnego.



Rys. 1. Udział inwestorów indywidualnych w obrotach giełdowych w poszczególnych latach (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW [www 2].



Rys. 2. Udział inwestorów instytucjonalnych w obrotach giełdowych w poszczególnych latach (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW [www 2].

Największe znaczenie w kształtowaniu nadzoru korporacyjnego przypisuje się inwestorom instytucjonalnym, którzy ze względu na wolumen inwestycyjny, motywy inwestowania, wiedzę, horyzont czasowy są zainteresowani zainicjowaniem zmian podnoszących jakość funkcjonowania rynku kapitałowego. O krok za nimi bardzo często podążają również inwestorzy indywidualni zrzeszeni w organizacje je reprezentujące, m.in. działające od 1999 r. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych.

3. Znaczenie nadzoru korporacyjnego dla inwestorów

Jakość nadzoru korporacyjnego jest kluczowym czynnikiem dla rynku kapitałowego, działających na nim spółek, jak również inwestujących na nim kapitałodawców.

Konieczność zapewnienia ochrony inwestorów jest istotnym czynnikiem z punktu widzenia krajowych rynków kapitałowych. W dobie globalizacji, znoszenia barier handlowych i ograniczeń w międzynarodowych transferach kapitału o inwestora zaczynają rywalizować nie tylko pojedyncze przedsiębiorstwa, ale również gospodarki krajowe.

Przeprowadzone badania jednoznacznie potwierdzają, iż rynki kapitałowe gwarantujące bardziej przejrzyste zasady funkcjonowania i nadzorowania mogą pochwalić się większą alokacją kapitału pozyskiwanego od szerszej grupy inwestorów. Umożliwia to przedsiębiorstwom sfinansowanie kapitałochłonnych inwestycji przy jednoczesnym rozłożeniu ryzyka na wiele podmiotów. Według danych pochodzących z raportu *Global Investor Opinion Survey* respektowanie zasad *corporate governance* jest istotnym aspektem dla ok. 78% inwestorów w Europie Zachodniej oraz 73% inwestorów w Europie Wschodniej, którzy są skłonni zapłacić więcej za udziały spółek deklarujących wyższy poziom ich przestrzegania [McKinsey & Company, 2002].

Powyższe statystyki są istotną wskazówką dla polskiej gospodarki, która przeszła już pierwszą fazę transformacji i typową dla niej silnie scentralizowaną strukturę właścicielską. Po dekadzie wzmożonej koncentracji kapitału obserwujemy etap dywersyfikacji portfela inwestycyjnego zarówno po stronie inwestorów, jak i po stronie spółek. Inwestorzy, lokując swoje środki w wielu spółkach często działających w niepowiązanych ze sobą branżach, widzą szansę ograniczenia ryzyka inwestycyjnego. Jednocześnie rozdrobnione pakiety udziałów oznaczają słabszą pozycję w spółce, czemu ma zapobiec skutecznie działający nadzór korporacyjny.

Z punktu widzenia spółek dywersyfikacja portfela inwestycyjnego oznacza rywalizację o inwestorów, czego efektem może być uniezależnienie się od jednego kapitałodawcy. Wpływie to korzystnie na wizerunek przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym, obniżanie kosztów pozyskiwanego kapitału, a w efekcie na bezpieczeństwo finansowe. Należy podkreślić, iż kapitał jest skuteczniej pozyskiwany przez te przedsiębiorstwa, które prowadzą otwartą politykę informacyjną opartą na stałych kontaktach z inwestorami, aniżeli przez spółki preferujące politykę zamkniętą, owianą niedopowiedzeniami i tajemnicą.

W dokonujących się zmianach nie bez znaczenia jest rosnąca rola i świadomość samych inwestorów. Dążąc do pomnożenia swoich oszczędności, lokują je w zaufane spółki, ciesząc się wiarygodnością na rynku kapitałowym. Wraz ze wzrostem aktywności drobnych inwestorów rośnie również rola inwestorów instytucjonalnych, którym ci pierwsi, nie posiadając odpowiedniej wiedzy, powierzają jako profesjonalnym graczom giełdowym swoje oszczędności. Oznacza to, że wraz ze wzrostem posiadanych przez nich akcji rośnie również ich głos i wpływ na zarządzanie spółkami.

Podjęcie inicjatyw międzynarodowych, krajowych, instytucjonalnych odgrywa istotną rolę w podnoszeniu świadomości inwestorów, którzy w przekonaniu autora odgrywają w zachodzących przemianach kluczową rolę. Spółki niechętnie dzielą się władzą i informacją, poddając się przy tym dodatkowej kontroli, jeżeli nie widzą w tym działaniu dodatkowej gratyfikacji. Czynnikiem, który je przekonuje, jest wielkość kapitału, który mogą pozyskać, jak również cena, jaką muszą im za niego zapłacić, a to zależy od stanowiska przyjętego przez kapitałodawców.

4. Aktywność inwestorów w kształtowaniu nadzoru korporacyjnego

Podstawową formą aktywności inwestorów jest realizacja wybranej przez nich strategii „głosu” lub „wyjścia”. „Strategia głosu” polega na podejmowaniu aktywnych działań „...inwestorów w procesach monitoringu i kontroli decyzji zarządów spółek” [Adamska i Urbanek, 2014, s. 84]. Jest to efekt skorzystania z udostępnionych przepisami prawa środków oddziaływania i wpływania na procesy decyzyjne w spółce, którymi są m.in. [Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych]:

- prawo głosu,
- prawo do udziału w walnym zgromadzeniu,
- prawo do zaskarżania uchwał,

- prawo do informacji,
- prawo do żądania walnego zgromadzenia akcjonariuszy,
- prawo do umieszczenia określonych spraw w porządku obrad itd.

Realizacja tej strategii jest dosyć silnie powiązana z wielkością zaangażowanego kapitału, a co się z tym wiąże, z prawami umożliwiającymi wpływanie na sprawy spółki. Grupą preferującą powyższą strategię są przede wszystkim akcjonariusze większościowi, „...dla których wykonywanie aktywnej kontroli nad spółką stanowi zasadniczy motyw inwestycyjny i warunkuje realizację ich zamierzeń gospodarczych” [Oplustil, 2010, s. 26]. Wiąże się to z horyzontem czasowym podejmowanych inwestycji. Inwestorzy, zamiast krótkoterminowym zyskiem wynikającym poniekąd z szybkiego upłynnienia akcji, są w większym stopniu zainteresowani stabilnym wzrostem spółki w perspektywie długookresowej.

„Strategii wyjścia”, nazywana również „strategią głosowania nogami”, jest typowa w przypadku biernej postawy inwestorów. Wyrazem niezadowolenia z prowadzonej polityki spółki lub uzyskiwanych efektów jest wyjście ze struktur spółki poprzez sprzedaż ich akcji. Działania te są najczęściej praktykowane przez drobnych inwestorów, którym niewielkie zasoby zainwestowanego kapitału uniemożliwiają oddziaływanie na bieżące sprawy spółki. Dodatkowo kalkulacja kosztów nawiązania kontaktu z innymi drobnymi akcjonariuszami, wypracowania jednakowego stanowiska i wspólnego występowania z innymi niejednokrotnie działa zniechęcająco do podejmowania jakichkolwiek działań. Koszty, jakie byłyby ponoszone, przewyższają nieraz korzyści, które mogą dzięki podejmowanej inicjatywie zostać osiągnięte. To z kolei skłania inwestorów do zajęcia postawy tzw. racjonalnej apatii. Wobec braku wpływu na zarządzanie przedsiębiorstwem drobni inwestorzy w celu ograniczenia ryzyka dywersyfikują swój portfel inwestycyjny, nabywając niewielkie udziały zbywane w przypadku niezadowolenia z prowadzonej polityki. To z kolei oznacza zaangażowanie kapitału na krótki okres [Oplustil, 2010, s. 28].

Znaczenie zasad nadzoru korporacyjnego dla polskich inwestorów widoczne jest w zajmowanym przez nich stanowisku zaprezentowanym m.in. w raporcie przygotowywanych przez NBS Communications *WarsawScan 2014, czyli czego oczekują inwestorzy*. Otóż wśród 10 najważniejszych czynników decydujących o atrakcyjności spółek, obok kompetencji zarządu, zysku z podstawowej działalności operacyjnej czy wskaźników finansowych, wskazują oni m.in. realizację dotychczasowych planów i obietnic, jak również komunikowanie się z inwestorami. Ocena jakości polityki informacyjnej i zasad ładu korporacyjnego wystawiana jest spółkom wg. następujących kryteriów [www 3]:

- przejrzysta polityka w zakresie transakcji z podmiotami powiązanymi,
- komunikacja w sytuacjach kryzysowych lub okresach gorszej koniunktury,

- zapewnienie dostępu do informacji,
- poszerzone komentarze w sprawozdaniach finansowych,
- dostępność członków zarządu dla inwestorów,
- kompetencje zespołu odpowiedzialnego za relacje inwestorskie,
- zakres informacji zawartych na stronie internetowej.

Co więcej, ok. 75% ankietowanych uważa, że komunikacja z inwestorami i ład korporacyjny wpływają na wycenę spółki, zwiększając ją nawet powyżej 10%, co zachęca do inwestowania w spółki spełniające oczekiwania graczy giełdowych [www 3]. To z kolei działa mobilizująco na respektowanie zasad nadzoru korporacyjnego przez przedsiębiorstwa aspirujące do kapitału pochodzącego z rynku publicznego. Mamy więc do czynienia niejako ze sprzężeniem zwrotnym.

Zjawiskami, które niewątpliwie negatywnie wpływają na poziom aktywności inwestorów, są: zjawisko asymetrii informacji, wynikająca z tego racjonalna apatia inwestorów, postawa tzw. jazdy na gapę, jak również oportunistyczne zachowanie kadry menedżerskiej.

Podsumowanie

Rozwojowi rynku kapitałowego towarzyszy poprawa jakości jego funkcjonowania, niemniej jednak przypadki naruszeń praw inwestorów, szczególnie mniejszościowych, lokujących w spółkach kapitał i zaufanie, stanowią wyzwanie dla instytucji nadzorujących.

Zaostrzenie przepisów prawa nie wydaje się jedynym słusznym rozwiązaniem. Preregulowanie prawne może stanowić zbyt dużą biurokrację i obciążenie formalizmem, co w konsekwencji może studzić entuzjazm spółek aspirujących do działania na rynku publicznym, jak i kapitałodawców. Dlatego obok obowiązujących przepisów prawa podejmowane są inicjatywy oddolne regulujące funkcjonowanie przedsiębiorstw. Takim działaniem jest wdrażanie zasad nadzoru korporacyjnego, skłaniającego spółki do prowadzenia otwartej polityki uwzględniającej interesy wszystkich grup interesariuszy. Czynnikiem zastępującym funkcję sankcji jest czynnik ekonomiczny – rywalizacja o kapitał inwestorów, którzy preferują przejrzyste, komunikatywne przedsiębiorstwa, stymulując w ten sposób ich odpowiedzialne zachowanie.

Dzięki aktywnej postawie inwestorów, dochodzeniu do respektowania ich praw w zamian na ulokowane środki, nie będą oni traktowani wyłącznie jako kapitałodawcy, ale jako równoprawni partnerzy współuczestniczący w budowaniu silnej pozycji przedsiębiorstw. Niemniej jednak, wobec dodatkowych kosz-

tów, jakie wiążą się z podejmowaniem przez nich konkretnych działań, niezbędne są dodatkowe regulacje wspierające pozytywne zmiany zachodzące w obszarze funkcjonowania spółek, jakimi są niewątpliwie regulacje nadzoru korporacyjnego.

Literatura

- Adamska A., Urbanek P. (2014), *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, „Gospodarka Narodowa”, nr 2.
- Davis A. (1999), *A strategic Approach to Corporate Governance*, Gower Pub Co., Gower.
- Dobosiewicz Z. (2013), *Giełda. Zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa.
- Jeżak J. (2010), *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa.
- McKinsey & Company (2002), *Global Investor Opinion Survey* <http://www.eiod.org/uploads/Publications/Pdf/II-Rp-4-1.pdf> (dostęp: 10.06.2015).
- Mesjasz Cz. (2011), *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy* [w:] D. Dobija, I. Kołodkiewicz (red.), *Ład korporacyjny*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Monks R.A.G., Minow N. (1996), *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*, Blackwell Publishers, Cambridge.
- OECD (2004), *Zasady nadzoru korporacyjnego*, OECD.
- Oplustil K. (2010), *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance w spółce akcyjnej)*, C.H. Beck, Warszawa.
- Penc J. (1997), *Leksykon biznesu*, Placet Agencja Wydawnicza, Warszawa.
- Shleifer A., Vishny R.W. (1997), *A Survey of Corporate Governance*, „The Journal of Finance”, No. 2.
- Słomka-Gołębiowska A. (2008), *Ochrona inwestorów, nadzór korporacyjny a wartość przedsiębiorstwa* [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, UŁ, Łódź.
- Solarz J.K. (1997), *Metodologia badań złożonych układów organizacyjnych. Perspektywa „corporate governance”*, Raport o Zarządzaniu – materiały pokonferencyjne, Warszawa.
- Szomburg J., Tamowicz P., Dzierżanowski M. (2001), *Corporate governance dla rozwoju Polski*, IBnGR, Gdańsk.
- Wawrzyniak B. (2000), *Koncentracja w gospodarce jako światowa tendencja w zarządzaniu globalnym* [w:] M. Romanowska, M. Trocki, B. Wawrzyniak, *Grupy kapitałowe w Polsce*, Difin, Warszawa.
- [www 1] <http://encyklopedia.pwn.pl> (dostęp: 10.06.2015).

[www 2] http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/Inwestorzy_gieldowi-2H2014.pdf (dostęp: 10.06.2015).

[www 3] http://gpwmedia.pl/wiadomosci/11283/warsawscan_2014_czyli_czego_oczekuja_inwestorzy_wyniki_osmej_edycji_badan_przeprowadzanych_w_srod_zaradzajacych_i_analitykow/ (dostęp: 10.06.2015).

THE ROLE OF INVESTORS IN THE DEVELOPMENT OF CORPORATE GOVERNANCE

Summary: A fundamental aspect of corporate governance is to ensure adequate protection for investors. Among the stakeholders involved in the operation of companies most significant role in the development of corporate governance is attributed to institutional investors. Due to the volume of investment, investment motives, knowledge and time horizon they are particularly interested in initiating changes to improve the quality of the capital market. Being seen as a conscious, active and professional stock exchange players are closely followed by individual investors. In consequence, the aim of the work is to verify the hypothesis, according to investors determine development and changes of corporate governance.

Keywords: corporate governance, individual investors, institutional investors.