

EDYTA MARCINKIEWICZ

**Katedra Zarządzania
Politechnika Łódzka**

FILIP CHYBALSKI

**Katedra Zarządzania
Politechnika Łódzka**

ODDZIAŁYWANIE OFE NA KSZTAŁTOWANIE I PRZESTRZEGANIE ZASAD ŁADU KORPORACYJNEGO W SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH

Opiniodawca: **dr hab. Wojciech Czakon, prof. UE**

Celem artykułu jest określenie potencjału oddziaływania OFE jako pojedynczych funduszy oraz jako grupy funduszy na ład korporacyjny w spółkach publicznych na rodzimym rynku kapitałowym. Przeprowadzona zostanie również ocena poziomu przestrzegania zasad corporate governance w spółkach notowanych na GPW.

1. Wstęp

Wraz z rozwojem rynków kapitałowych można zauważyć wyraźną tendencję do zwiększania roli standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych, zarówno na gruncie regulacji prawnych, jak i skodyfikowanych wytycznych w obszarze prawa miękkiego. Relacje pomiędzy inwestorami – zwłaszcza w warunkach rozproszonego akcjonariatu – a zarządem spółek giełdowych rodzą bowiem wiele problemów rozpatrywanych na gruncie teorii agencji, wynikających z rozbieżności interesów kadry zarządzającej i interesów właścicieli. Stosowanie się do zasad ładu korporacyjnego leży w interesie samych spółek, ale też giełdy jako instytucje silnie angażują się w wyznaczanie standardów i monitorowanie ich przestrzegania. Atrakcyjność giełdy dla inwestorów, a w dalszej konsekwencji rozwój rynku kapitałowego, warunkowane są przez szereg czynników, spośród których transparentność rynku jest jednym z głównych. Dlatego instytucje giełdowe kładą duży nacisk na zwiększenie przejrzystości rynku, rozumianej jako łatwość dostępu do informacji o kondycji emitenta.

Szczegółowe obowiązki informacyjne, nakładane na notowane spółki mają służyć wzmocnieniu zaufania inwestorów oraz bezpieczeństwa inwestycji, a tym samym uwiarygodnić je.

Wraz z zapoczątkowaniem reformy systemu emerytalnego w Polsce, w 1999 r. na rynku kapitałowym zaczęły działać otwarte fundusze emerytalne (OFE), zarządzane przez powszechne towarzystwa emerytalne (PTE). Szybko stały się jednym z największych inwestorów instytucjonalnych. Wzorem tego typu instytucji działających za granicą mogłyby one mieć realny wpływ na podniesienie standardów ładu korporacyjnego w polskich spółkach notowanych na GPW w Warszawie. Celem artykułu jest określenie potencjału oddziaływania OFE jako pojedynczych funduszy oraz jako grupy funduszy na ład korporacyjny w spółkach publicznych na rodzimym rynku kapitałowym. Przeprowadzona zostanie również ocena poziomu przestrzegania zasad corporate governance w spółkach notowanych na GPW.

2. Rola OFE na rynku kapitałowym

Głównym celem OFE jest gromadzenie i inwestowanie powierzonych im aktywów z przeznaczeniem na wypłatę ich członkom świadczeń emerytalnych. Nie sposób jednak nie zauważyć, że dzięki posiadaniu ogromnych i stale rosnących aktywów, fundusze emerytalne mają też duży potencjał oddziaływania na gospodarkę kraju. Działania OFE nie tylko stymulują ją poprzez finansowanie inwestycji rzeczowych, wpływają na obniżenie kosztu skarbowych instrumentów dłużnych oraz na strukturę wierzycieli długu publicznego, ale również przyczyniają się do rozwoju rynku kapitałowego [10]. W szczególności oddziaływanie OFE na rynek kapitałowy obejmuje: zwiększenie płynności notowanych walorów, poprawę wyceny akcji, przyczynienie się do rozwoju nowych segmentów rynku kapitałowego, oddziaływanie na przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego spółek publicznych [3].

Otwarte fundusze emerytalne – obok banków komercyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych i funduszy inwestycyjnych – na rynku kapitałowym występują w roli inwestora zbiorowego. Zbiorowe inwestowanie to rodzaj wspólnego angażowania oszczędności, które jest dostępne dla każdego, prawnie uregulowane oraz przyjmuje wystandaryzowaną formę zarządzania majątkiem przez ekspertów [7, s.17]. OFE działają jak fundusze inwestycyjne, ale od innych funduszy różnią się ściślejszymi uregulowaniami narzuconymi przez prawo, zarówno pod względem strategii inwestycyjnej, jak i ogólnego funkcjonowania. Także członkostwo w funduszu emerytalnym wiąże się z ograniczeniami w porównaniu z członkostwem w funduszu inwestycyjnym. Członkowie OFE w Polsce nie mają obecnie możliwości dokonania wyboru pomiędzy funduszami zdywersyfikowanymi pod względem strategii inwestycyjnej i ryzyka, a samo członkostwo jest powszechne i obowiązkowe, bez możliwości wcześniejszego wystąpienia

z funduszu. Z drugiej strony jednak fundusze emerytalne są w pewnym sensie uprzywilejowanymi inwestorami na rynku kapitałowym poprzez stały napływ środków ze składek przyszłych emerytów, zapewniony w ramach systemu emerytalnego. OFE jest instytucją finansową, zarządzaną przez podmiot prywatny jakim jest PTE, ale występuje jako powiernik oszczędności przyszłych emerytów, dlatego oczekuje się, że ich zaangażowanie w rozwój rynku kapitałowego będzie bardziej świadome i większe niż w przypadku innych inwestorów instytucjonalnych działających na rynku finansowym.

W przypadku kształtowania obszaru związanego z dobrymi praktykami i ładem korporacyjnym w spółkach giełdowych, otwarte fundusze emerytalne występować mogą w dwojakiej roli – jako podmioty mające wpływ na kodyfikację standardów oraz jako akcjonariusze spółek publicznych działający w tych spółkach na rzecz przestrzegania istniejących standardów ładu korporacyjnego. OFE mają możliwość kształtowania zasad ładu korporacyjnego uczestnicząc w charakterze doradczych w procesie tworzenia kodeksów za pośrednictwem własnych izb gospodarczych lub innych organizacji, zrzeszających fundusze emerytalne w celu reprezentowania ich wspólnych interesów. Taką organizacją jest np. National Association of Pension Funds (NAPF) działająca w Wielkiej Brytanii, zrzeszająca większość publicznych i prywatnych funduszy emerytalnych. NAPF od wielu lat prowadzi działania na rzecz zwiększenia aktywności funduszy emerytalnych w spółkach, które znajdują się w ich portfelach, a przez to do podniesienia poziomu ładu korporacyjnego w spółkach publicznych. Organizacja ta dostarcza wytycznych funduszom emerytalnym na temat m.in. polityki głosowania, monitorowania sytuacji w spółkach, funkcjonowania rad nadzorczych, wypełniania innych obowiązków zarządczych. W Polsce powstaniu otwartych funduszy emerytalnych w 1999 r. towarzyszyło także powołanie Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych (IGTE). Jej działalność skupia się jednak na lobbowaniu na rzecz zarządzających funduszami powszechnych towarzystw emerytalnych w zakresie funkcjonowania samych funduszy i może dotyczyć np. opłat administracyjnych, limitów inwestycji, itp. IGTE nie podejmowała jak dotąd żadnych działań w kierunku promowania wśród OFE większego zaangażowania w podniesienie poziomu ładu korporacyjnego w spółkach, których OFE są akcjonariuszem.

W literaturze przedmiotu można wyróżnić wiele badań, które przemawiają za tym, że podnoszenie poziomu ładu korporacyjnego leży w interesie inwestora (akcjonariusza) oraz samej spółki. Istnienie związku pomiędzy poziomem przestrzegania standardów corporate governance a wyższą wyceną rynkową (kapitalizacją) notowanych spółek, sugerują wyniki badań zawarte m.in. w pracach [6], [8], [9].

W praktyce jednakże tylko akcjonariusze posiadający znaczne pakiety akcji (działający pojedynczo lub w koalicji) mają realną możliwość wpływu na sytuację w spółce. W pracy von Arxa i Schafera [1] na podstawie modelu

wywodzącego się z teorii gier wysunięto wniosek, że skoordynowane działania funduszy emerytalnych, zmierzające w kierunku monitorowania działań kadry zarządzającej oraz działań zwiększających jakość nadzoru korporacyjnego przynosi pozytywne efekty zarówno dla samej spółki, jak również dla funduszy jako akcjonariuszy poprzez podnoszenie wartości spółki. Pojedyncze fundusze jako udziałowcy zwykle przyjmują postawę pasywną ze względu na rozproszenie swoich aktywów oraz wysokie koszty aktywnego zaangażowania w działalność spółki. Jeśli jednak koszty monitorowania sytuacji w spółce rozdzielone są na kilka funduszy, jest to działanie opłacalne. Aby jednak było to możliwe, istnieje potrzeba odpowiednich regulacji prawnych zezwalających funduszom na tworzenie ściślejszych koalicji akcjonariuszy oraz inne działania ze strony władz, promujące aktywność funduszy, zwłaszcza jako grupy inwestorów, w zakresie umacniania ładu korporacyjnego w spółkach giełdowych.

3. Ład korporacyjny w spółkach notowanych na GPW w Warszawie

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie działania służące promowaniu zasad ładu korporacyjnego wśród notowanych spółek podejmowane są od ponad dekady. Pierwszy dokument poświęcony zasadom ładu korporacyjnego opracowany został w 2002 r. przez Komitet Dobrych Praktyk działający przy GPW i nosił nazwę „Dobre praktyki w spółkach publicznych 2002”. Był on nowelizowany w roku 2005, 2007 oraz 2011. W chwili obecnej obowiązuje wersja z 21 listopada 2012 r. pod nazwą „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW”¹. Do chwili obecnej jest to najważniejszy dokument prawa miękkiego, dotyczącego ładu korporacyjnego w Polsce. Zawiera on katalog szczegółowych zasad, których powinny przestrzegać spółki giełdowe w celu zapewnienia ich transparentności, prawidłowej komunikacji z inwestorami oraz ochrony praw akcjonariuszy. Zgodnie z przyjętą zasadą *comply or explain* emitent na mocy Regulaminu Giełdy ma obowiązek poinformować o zaistniałym odstępstwie – incydentalnym bądź trwałym - oraz wyjaśnić jego przyczyny. Notowanej na giełdzie spółce ze strony GPW grożą sankcje tylko w przypadku niedopełnienia obowiązku informacyjnego dotyczącego ładu korporacyjnego, natomiast nie dotyczą one samego faktu nieprzestrzegania zasad ładu korporacyjnego. Obowiązek informacyjny obejmuje publikowanie raportu rocznego, dotyczącego przestrzegania zasad corporate governance przez spółkę oraz każdorazowe podanie do publicznej wiadomości informacji (w formie raportu bieżącego) o przypadkach odstępstw od kodeksu dobrych praktyk, a także momentach ich ustania.

¹ Tekst znowelizowany Uchwałą Rady Giełdy Nr 19/1307/2012.

Na przestrzeni ponad dekady obowiązywania kodeksu dobrych praktyk na GPW podejmowano kilkakrotnie próbę ewaluacji spółek pod względem przestrzegania prawa miękkiego w zakresie ładu korporacyjnego. Do nielicznych rankingów, które powstały w ostatnim dziesięcioleciu, można zaliczyć zestawienia, przygotowane przez Polskie Forum Corporate Governance (rankingi w latach 2001, 2003, 2005) oraz Polski Instytut Dyrektorów (rankingi w latach 2002, 2004, 2006). Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie choć monitoruje przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego przez notowane spółki, to nie przeprowadza własnego ratingu. Ocena przestrzegania przez spółki zasad ładu korporacyjnego jako części obszaru społecznej odpowiedzialności biznesu (według międzynarodowego standardu ISO 26000 z 2010 r.) jest jednak brana pod uwagę na etapie kwalifikacji spółek przez GPW do indeksu RESPECT, będącego pierwszym w Polsce indeksem CSR.

W tabeli 1 przedstawiono średnie oceny uzyskane przez spółki, poddane badaniu w rankingach publikowanych przez Polskie Forum Corporate Governance (PFCG) oraz Polski Instytut Dyrektorów (PID) w latach 2002-2006. Choć średni poziom ocen w ewaluacji stopnia przestrzegania zasad ładu korporacyjnego nieznacznie zmienia się w obu rankingach na przestrzeni badanych lat, to można zauważyć, że przeciętne oceny oscylują wokół środka skali. Natomiast według największej światowej agencji ratingowej Governance Metrics International, oceniającej ład korporacyjny w przedsiębiorstwach, największe polskie spółki giełdowe osiągnęły poziom nieco poniżej standardu, co sytuuje Polskę na 11. miejscu w rankingu².

Tabela 1. Średnie wartości ocen w ratingach PFCG i PID

Rating PFCG dla lat	2005	2004	2003
Średnia (zakres ocen 1 - 6)	3.80	3.61	3.13
Średnia (zakres ocen 1 - 5)	3.16	3.01	2.61
Rating PID dla lat	2006	2004	2002
Średnia (zakres ocen 1 - 5)	2.98	3.03	3.16

*Podane wartości dotyczą tylko spółek ocenianych w obu rankingach jednocześnie

Źródło: [4]

Niezadawalający poziom stosowania się do zasad ładu korporacyjnego polskich spółek giełdowych znajduje potwierdzenie również w efektach monitorowania przestrzegania kodeksu dobrych praktyk przez GPW w Warszawie. W pracy M. Aluchna [2], omówiono wyniki przestrzegania przez spółki zapisów zawartych w dokumencie „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW” na podstawie rocznej obserwacji prowadzonej w 2008 r. Wskazano na liczne i powszechne uchybienia w wielu obszarach, dotyczące m.in.: nieprzestrzeganie

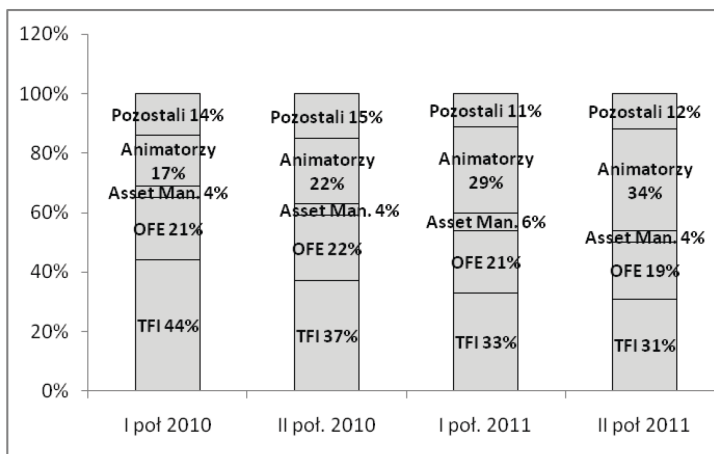
² Źródło: Gazeta bankowa, z dn. 20.11.2009 r.

zasad przejrzystości w zakresie komunikacji z akcjonariuszami poprzez strony internetowe, braku raportów bieżących na temat przypadków naruszenia zasad, nieprawidłowości związanych ze składem rad nadzorczych, braku lub nieprawidłowości związanych z funkcjonowaniem komitetu audytu.

4. Polityka inwestycyjna OFE na GPW w Warszawie

Do niedawna OFE na mocy Rozporządzenia Rady Ministrów z 3 lutego 2004 w sprawie określenia maksymalnej części aktywów OFE, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych rodzajach lokat oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (Dz. U. Nr 32, poz. 276), mogły lokować maksymalnie 40% swoich aktywów w akcje spółek giełdowych oraz 10% aktywów w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym oraz spółek nienotowanych na regulowanym rynku giełdowym i pozagiełdowym, lecz dopuszczonych do publicznego obrotu oraz w akcje NFI. W maju 2011 roku weszło w życie nowe rozporządzenie (Dz. U. 2011 nr 90 poz. 516), które zezwala otwartym funduszom emerytalnym na inwestowanie 90% aktywów w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, utrzymując limit 10% dla akcji spółek notowanych na regulowanym rynku pozagiełdowym. Limit 90% jest jednak poziomem docelowym i obowiązywać będzie dopiero w 2033 r. Z poziomu 42,5% obowiązującego w 2011 r. na przestrzeni lat zakłada się jego sukcesywne i proporcjonalne powiększanie (o około dwa punkty procentowe co roku). Zmiana ta towarzyszyła innej nowelizacji w przepisach, mającej znaczący wpływ na wysokość aktywów funduszy, tj. Ustawie z 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych (Dz. U nr 75, poz. 398). Ustawa ta wprowadziła zmianę w sposobie dystrybucji składki emerytalnej, zmieniając proporcje podziału składki emerytalnej pomiędzy ZUS a OFE z 63/37 (odpowiednio 12,22% i 7,3% podstawy wymiaru składki emerytalnej dla ZUS i OFE) na 88/12 (17,22% i 2,3%). Spowodowało to znacznie wolniejszy przyrost środków ze składek, jakimi obracają fundusze emerytalne.

Otwarte fundusze emerytalne są znaczącym inwestorem instytucjonalnym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (rys. 1). Ich udział w obrotach na rynku akcyjnym kształtuje się na poziomie około 20%. Na koniec 2010 r. OFE były w posiadaniu akcji o wartości 80 mld zł, zaś w 2011 r. 70 mld zł. Stanowiło to odpowiednio 35,8% oraz 30,5% udziału w łącznej wartości portfeli inwestycyjnych OFE. Przytoczone wartości nie wyczerpują wyznaczonych limitów inwestycyjnych, lecz są to na tyle znaczące udziały, że istotnie wpływają na wyniki inwestycyjne funduszy, czego przykładem było uzyskanie przez OFE ujemnych stóp zwrotu w roku 2008, spowodowanych stratami na rynku akcji na skutek światowego kryzysu finansowego.



Rys. 1 Struktura instytucjonalnych inwestorów krajowych na rynku akcji na GPW pod względem obrotów

Źródło: GPW.

OFE jako tak duży inwestor instytucjonalny posiada potencjał niezbędny do wywierania wpływu na zarządzanie w spółkach, w których jest akcjonariuszem. W tabeli 2 przedstawiono zestawienie spółek, w których OFE posiadały łącznie największe udziały w 2011 r. Spośród wyróżnionych spółek w czterech przypadkach OFE jako grupa były akcjonariuszem posiadającym pakiety ponad 50% akcji – Elektrobudowa, Grupa Kęty, Lubelski Węgiel Bogdanka, Polish Energy Partners. W pozostałych przypadkach były to również znaczące pakiety, przekraczające 30% udziałów. Przytoczone przykłady obrazują możliwości OFE jako aktywnego akcjonariusza podejmującego obowiązki zarządcze. Jednakże w opublikowanym w 2010 r. na zlecenie firmy Ernst & Young raporcie na temat zaangażowania OFE w przestrzeganie ładu korporacyjnego w polskich spółkach giełdowych wykazano jednakże na bardzo niskie zaangażowanie funduszy emerytalnych w tym obszarze [5].

Przyjmowanie przez fundusze raczej pasywnej postawy, nie ingerującej w zarządzanie spółkami, których są akcjonariuszami może wynikać z wielu przyczyn. Podstawową wydaje się być duża dywersyfikacja portfela akcji. Aktywne korzystanie z praw właścicielskich ze względów technicznych wiąże się z wieloma trudnościami. Dodatkowo horyzont inwestycyjny OFE czasem jest bardzo krótki, co też uniemożliwia angażowanie się w procesy zarządcze. Horyzont ten często determinowany jest przez harmonogram rankingu otwartych funduszy emerytalnych, sporządzanego co pół roku przez Komisję Nadzoru Finansowego. Powodem braku wkładu OFE w kształtowanie ładu korporacyjnego w posiadanych w portfolio spółkach może być również brak przekonania zarządzających funduszami co do efektów takiego działania. Choć w literaturze przedmiotu można znaleźć liczne przykłady na to, że wyższy poziom ładu

korporacyjnego skutkuje większym zaufaniem potencjalnych inwestorów do spółki, co przekłada się na lepszą jej wycenę rynkową, to w przypadku rodzimego rynku nie zauważono takiej zależności [4]. Biorąc pod uwagę niepewne efekty, przyjęciu postawy pasywnej sprzyja również konieczność dużego nakładu sił i środków w celu kontroli sytuacji w spółkach.

Tabela 2. Akcje w portfelach inwestycyjnych OFE według udziału w kapitalizacji spółki w 2011 r.

Nazwa spółki	Udział OFE w kapital. spółki [%]	Największy udział w kapital. pojedynczego OFE [%]	OFE posiadający największy udział w kapital.
ELEKTROBUDOWA S.A.	77,29	14,74	Aviva
GRUPA KĘTY S.A.	75,56	18,66	ING
LUBELSKI WĘGIEL BOGDANKA S.A.	59,51	14,13	Aviva
POLISH ENERGY PARTNERS S.A.	56,32	20,10	Generali
AB S.A.	47,11	14,34	ING
AUTOMOTIVE COMPONENTS EUROPE S.A.	47,06	19,85	PZU
ASSECO POLAND S.A.	45,27	12,36	Aviva
ZAKŁADY AZOTOWE W TARNOWIE-MOŚCICACH S.A.	42,37	13,19	ING
SANOCKIE ZAKŁADY PRZEMYSŁU GUMOWEGO STOMIL SANOK S.A.	41,89	14,02	ING
ECHO INVESTMENT S.A.	41,50	13,25	ING
INTER CARS S.A.	41,38	9,55	ING
CERAMIKA NOWA GALA S.A.	39,70	15,74	Amplico
COMP SAFE SUPPORT S.A.	38,65	13,31	Amplico
FERRO S.A.	36,17	15,50	ING
ZESPÓŁ ELEKTROCIĘPŁOWNI WROCLAWSKICH KOGENERACJA S.A.	35,83	10,18	PZU
ROVESE S.A.	35,79	13,72	ING
GLOBE TRADE CENTRE S.A.	35,70	10,65	ING
AMREST HOLDINGS S.A.	35,23	19,58	ING
MOSTOSTAL-WARSZAWA S.A.	35,03	18,42	PZU
POLIMEX-MOSTOSTAL S.A.	34,99	12,39	ING
FARMACOL S.A.	34,52	7,48	ING
LPP S.A.	34,01	8,36	Aviva
PELION S.A.	33,92	9,31	ING
QUMAK-SEKOM S.A.	33,54	8,25	PZU

Źródło: KNF.

5. Podsumowanie

Przytoczone statystyki i rankingi skłaniają ku wnioskowi, że w polskich przedsiębiorstwach notowanych na GPW poziom przestrzegania zasad corporate governance nie jest najwyższy i istnieje w tym zakresie potrzeba poprawy. Spółki publiczne prezentują zaledwie przeciętny poziom ładu korporacyjnego, a pole do dokonania usprawnień jest szerokie. Jak pokazują doświadczenia międzynarodowe, fundusze emerytalne jako ważny inwestor instytucjonalny mogą poprawić jakość ładu korporacyjnego w spółkach notowanych na giełdach kapitałowych. Realne oddziaływanie OFE na przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego przez spółki, których akcje znajdują się w obrocie publicznym może przebiegać dwutorowo – na etapie kształtowania zasad oraz ich przestrzegania.

Warto zauważyć, że polskie fundusze emerytalne nie angażowały się w kształtowanie miękkiego prawa, dotyczącego zasad corporate governance. Jako duży inwestor instytucjonalny miały możliwość włączenia się w prace nad kodeksem dobrych praktyk na GPW, jednak nie podjęły w tym kierunku żadnych działań [5, s. 30]. W opiniach na temat roli OFE na polskim rynku kapitałowym często podnoszony jest zarzut pasywnej postawy funduszy wobec kształtowania ładu korporacyjnego w spółkach, których OFE są udziałowcami. Pomimo tego, że fundusze emerytalne w przypadku niektórych spółek posiadają nawet do 50% akcji, a w wielu innych są największym udziałowcem, to nie starają się one ingerować w procesy zarządcze w spółkach. Jak zauważono wcześniej, większą szansę na realne efekty takich działań daje zbiorowe działanie funduszy. Aby działania wspólne były możliwe, potrzebna jest zarówno inicjatywa ze strony regulatorów, jak też wewnętrzne porozumienie funduszy. Rolę tę mogłaby przyjąć – wzorem innych tego typu instytucji – Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, dotychczas nie przejawiająca aktywności w na tym polu.

Literatura

- [1] **von Arx U., Schäfer A.:** The Influence of Pension Funds on Corporate Governance. CER-ETH Economics working paper series, 07/63, 2007.
- [2] **Aluchna M.:** Doświadczenia spółek po roku obowiązywania dokumentu Dobre praktyki spółek notowanych na GPW. Przegląd Corporate Governance, 1 (17), 2009, ss. 83-93.
- [3] **Dębski W.:** Fundusze emerytalne w Polsce i ich wpływ na rozwój rynku kapitałowego. Bank i Kredyt, 2006, ss. 81-90.
- [4] **Gruszczyński M.:** Corporate Governance Ratings and the Performance of Listed Companies in Poland. Warsaw School of Economics Department of Applied Econometrics Working Paper No. 4-07, 2007.
- [5] **Kerner A., Reinhardt E.:** Wpływ polityki inwestycyjnej OFE na ład korporacyjny w Polsce, Sprawne Państwo Program Ernst&Young, Warszawa 2010.

- [6] **Malik S.U.:** Relationship between Corporate Governance Score and Stock Prices: Evidence from KSE- 30 Index Companies. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 4, 2012, ss. 239-249.
- [7] **Proniewski M., Niedźwiedzki A.:** Rynek pieniężny i kapitałowy. Podstawy teorii i praktyki. Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok, 2001.
- [8] **Samontaray D.P.:** Impact of Corporate Governance on the Stock Prices of the Nifty 50 Broad Index Listed Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 41, 2010, ss. 7-18.
- [9] **Shen Ch-H., Lin K-L.:** The Impact of Corporate Governance on the Relationship Between Fundamental Information Analysis and Stock Returns. *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 46, No. 5, 2010, ss. 90-105.
- [10] **Wyżnikiewicz B.:** OFE ważnym uczestnikiem polskiej gospodarki, [w] Raport rynku OFE, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, 2009.

THE IMPACT OF OPF'S ON THE CREATION AND COMPLIANCE OF CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES IN LISTED COMPANIES

Summary

The purpose of this article is to identify the potential impact of open pension funds as individuals and as a group of funds on corporate governance in public companies on the domestic capital market. The assessment of the level of the corporate governance in companies listed on the WSE will be also conducted.