



UNIWERSYTET
EKONOMICZNY
W POZNANIU

Amadeusz Miązek

Indywidualne i sytuacyjne determinanty
ryzyka menedżerskiego w spółkach
publicznych

Individual and situational determinants of
managerial risk in public companies

Praca doktorska

Promotor: dr hab. Justyna Światowiec-Szczepańska, prof. UEP
Pracę przyjęto dnia:

Podpis Promotora

Poznań 2024

Spis treści

<i>Wstęp</i>	5
1. Ryzyko strategiczne w ujęciu organizacyjnym i menedżerskim	14
1.1. Definiowanie ryzyka i niepewności w zarządzaniu	14
1.2. Ryzyko strategiczne w przedsiębiorstwie	25
1.3. Badania wpływu ryzyka strategicznego na wyniki przedsiębiorstw	33
1.4. Strategiczne ryzyko menedżerskie w badaniach bibliometrycznych.....	39
1.5. Podsumowanie	55
2. Teorie i badania podejmowania decyzji w warunkach ryzyka i niepewności	59
2.1. Racjonalne i behawioralne teorie podejmowania decyzji w warunkach ryzyka	59
2.2. Psychologiczne teorie podejmowania decyzji	65
2.3. Znaczenie i badanie czynników dyspozycyjnych w procesie podejmowania decyzji 75	
2.4. Znaczenie i badanie czynników sytuacyjnych w procesie podejmowania decyzji... 83	
2.5. Podsumowanie	90
3. Polityka motywacji menedżerskiej w modelach nadzoru korporacyjnego	93
3.1. Teorie nadzoru korporacyjnego	93
3.2. Modele korporacyjne na świecie.....	102
3.3. Polityka kontraktowania i systemy wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla zarządzania.....	106
3.4. Specyfika nadzoru korporacyjnego i systemów wynagrodzeń menedżerów w Polsce 117	
3.5. Integracja czynników dyspozycyjnych i sytuacyjnych decyzji menedżerskich z zastosowaniem psychologicznej teorii ukierunkowań regulacyjnych	123
3.6. Podsumowanie	130
4. Model empiryczny dyspozycyjnych i sytuacyjnych determinant ryzyka menedżerskiego w spółkach publicznych	133
4.1. Model koncepcyjny strategicznego ryzyka menedżerskiego.....	133
4.2. Pomiar ukierunkowania regulacyjnego z zastosowaniem metody analizy treści..	140
4.3. Zakres, metoda i procedura badań empirycznych	143

4.3.1. Próba i źródła danych	143
4.3.2. Pomiar zmiennych niezależnych - ukierunkowanie regulacyjne	146
4.3.3. Pomiar zmiennych: zależnej, moderujących i kontrolnych	151
4.4. Analiza danych.....	157
4.4.1. Metoda analizy	157
4.4.2. Rezultaty analizy.....	160
4.5. Podsumowanie	174
<i>Zakończenie.....</i>	<i>177</i>
<i>Bibliografia</i>	<i>184</i>
<i>Spis tabel</i>	<i>237</i>
<i>Spis rysunków</i>	<i>239</i>
<i>Spis wykresów</i>	<i>240</i>
<i>Załącznik 1. Algorytm i wybrane wyniki badań bibliometrycznych</i>	<i>241</i>

Wstęp

Cele i strategie przedsiębiorstwa nie mogą być oceniane bez uwzględnienia faktu, że przedsiębiorstwo jest organizacją złożoną z ludzi. Jest ono napędzane siłą intelektu, kompetencji, ale także motywacji poszczególnych ludzi, wyposażonych w odpowiednią wiedzę, władzę lub siłę przebicia. Za formalnymi dokumentami i deklaracjami przedsiębiorstw, często o znaczeniu strategicznym, kryją się decyzje konkretnych osób, określanych w teorii zarządzania mianem interesariuszy wewnętrznych. Wpływają one na strategię przedsiębiorstw i na jego osiągnięte szeroko rozumiane wyniki działalności oraz podejmowane ryzyko.

Szczególną rolę w kształtowaniu zachowań przedsiębiorstwa pełnią menedżerowie¹. Badania odnośnie rzeczywistego wpływu decydenta najwyższego szczebla – dyrektora generalnego lub prezesa zarządu – na wyniki przedsiębiorstwa, uzyskują różne rezultaty. Część z nich wskazuje na znaczny wpływ, w ostatnich latach wręcz rosnący, wyrażony odpowiedzialnością decydenta za zmienność w wynikach przedsiębiorstwa (Crossland i Hambrick, 2011; Quigley i Hambrick, 2015²). Przejawem ryzykownych decyzji menedżerów są przede wszystkim przedsięwzięcia obarczone najwyższym ryzykiem strategicznym, takie jak np.: dywersyfikacja (np. Hoskisson i in., 1994; Hoskisson, Hitt i Hill, 1991), internacjonalizacja (np. Reuber i Fischer, 1997) oraz fuzje i przejęcia (np. Greve, 2011; Haleblan i in., 2009; J.Y. Kim i in., 2015; Matta i Beamish, 2008).

W literaturze i w badaniach empirycznych wciąż szuka się najlepszych sposobów obiektywnego pomiaru ryzyka menedżerskiego na poziomie organizacji (Hoskisson i in., 2017). Mimo różnic w wynikach badań, często wynikających z różnego sposobu pomiaru zmiennych,

¹ Menedżerem w organizacji jest każdy, kto jest odpowiedzialny za spełnienie wszystkich czterech funkcji zarządzania (planowania, organizowania, motywowania i kontrolowania). Jednakże działania menedżerskie w organizacji nie są działaniami jednorodnymi – menedżerowie mogą wykonywać swoje zadania na różnych szczeblach organizacji i w różnych jej obszarach funkcjonalnych. W zależności od zajmowanego miejsca w strukturze organizacyjnej wyróżnia się trzy grupy menedżerów: najniższego szczebla, nadzorujących jedynie pracę wykonawców i niebędących przełożonymi innych kierowników; średniego szczebla, nadzorujących pracę innych kierowników, a niekiedy także wykonawców oraz najwyższego szczebla, ponoszących odpowiedzialność za całokształt zarządzania organizacją, ustalanie polityki operacyjnej i sterowanie wzajemnymi oddziaływaniami organizacji i jej otoczenia (Krzakiewicz i Cyfert, 2013, s. 28-29). W tym opracowaniu przedmiotem rozważań są menedżerowie najwyższego szczebla.

² Szacuje się, że od 10 do 20% zysku przedsiębiorstwa jest efektem indywidualnych zdolności menedżerów (Wowak i Hambrick, 2010, s. 811). Z kolei, jedno z badań McKinsey & Company (2019) wykazało, że dyrektor generalny (CEO) ma wpływ na 45% wyników firmy. W kontekście ryzyka ocenia się natomiast, że decyzje menedżerskie warunkują około 25% ryzyka przedsiębiorstwa (np. Coleman, 2009, s. 27).

wpływ menedżera na wyniki i ryzyko przedsiębiorstwa uważa się za bezsprzeczny (np. Palmer i Wiseman, 1999). Z tego względu **rozumienie okoliczności poprzedzających wybory menedżerów obciążone ryzykiem, jest kluczowym aspektem w określeniu wymaganego przez interesariuszy poziomu ryzyka przedsiębiorstwa.**

Zdolność wpływania na strategię i wyniki przedsiębiorstwa czyni z decydentów – dyrektorów generalnych – główny cel wielu teorii związanych z nadzorem korporacyjnym (*corporate governance*)³. Z punktu widzenia problematyki poruszanej w tej pracy, szczególnie istotne są teorie nadzoru korporacyjnego, dotyczące rozbieżności oczekiwań pomiędzy stronami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa, powstałych w procesie rozdziału własności od zarządzania (Kołodkiewicz, 1999). Podstawą takiego ujęcia nadzoru korporacyjnego jest przede wszystkim teoria agencji (Jensen i Meckling, 1976; Mesjasz, 2011, 2014b). Kładzie ona nacisk na problemy związane z asymetrią informacji i podziałem ryzyka, kiedy to współpracujące strony mają różne interesy i jedna ze stron (właściciele-mocodawcy) deleguje zadania drugiej stronie (menedżerom-agentom), w następstwie czego wpływ mocodawcy na proces decyzyjny maleje, a rośnie swoboda działania agenta (Światowicz-Szczepańska, 2012). Celem teorii agencji jest określenie optymalnego kontraktu między stronami, egzekwującego działanie pełnomocnika w zgodzie z interesem mocodawcy. Z punktu widzenia teorii agencji, określanie zasad wynagradzania menedżerów stanowi główne narzędzie, za pomocą którego rady nadzorcze, reprezentujące interesy mocodawcy, mogą oddziaływać na zachowania kadry menedżerskiej, motywując ją do osiągnięcia określonych celów, równoważąc jednocześnie korzyści pomiędzy członkami zarządu a właścicielami (Coles, i in., 2006; Krupski i in., 2004; Low, 2009; Palmer i Wiseman, 1999; Rajgopal i Shevlin, 2002; Sanders i Hambrick, 2007).

Wraz z rozwojem behawioralnego podejścia w naukach ekonomicznych, ujawniał się konflikt między przedstawicielami tradycyjnego ujęcia teorii agencji a reprezentantami nurtu behawioralnego. Najpierw dostrzeżono i z czasem uwzględniono w teorii agencji zjawisko ograniczonej racjonalności (Simon, 1955; Williamson, 1981). Następnie poszerzono teorię agencji o pojęcia psychologicznej teorii perspektywy w rezultacie czego powstał behawioralny

³ Pojęcie *corporate governance* ma w polskiej literaturze kilka odpowiedników, takich jak „nadzór właścicielski”, „ład korporacyjny” czy „władanie korporacyjne” (Rudolf, 2000, s. 5). W niniejszej rozprawie zdecydowano o zastosowaniu terminu „nadzór korporacyjny”, ze względu na jego adekwatność dla problemu badawczego tej pracy dotyczącego rozbieżnych interesów interesariuszy powstałych w procesie rozdziału własności od zarządzania.

model agencji (*Behavioral Agency Model* - BAM) (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Nie zakończyło to jednak trwającej od wielu lat dyskusji na temat rzeczywistych uwarunkowań zachowań i decyzji menedżerskich. Do wzmoczonych badań cech indywidualnych menedżerów skłaniała także, już od lat 80. XX wieku, teoria wyższych szczebli (*Upper Echelons Theory* - UET) (Hambrick i Mason, 1984), która zakłada, że orientacje dyrektorów (rozumiane jako cechy indywidualne i doświadczenia sytuacyjne) kształtują postrzeganie rzeczywistości i w ten sposób przekładają się na podejmowane przez nich decyzje strategiczne w warunkach ryzyka (Hoskisson i in., 2017).

Pełne zrozumienie roli i zachowań menedżerów wymaga odpowiedniego rozwoju teorii. Teoria agencji, choć koncentruje się głównie na warunkach kontraktów zawieranych między różnymi jednostkami w warunkach występowania kosztów agencji, musi uwzględniać nowe odkrycia nurtu psychologicznego, zajmującego się przede wszystkim samym procesem decyzyjnym i jego uwarunkowaniami. Skuteczna umowa agencyjna⁴ jest zdeterminowana właściwym rozpoznanem zachowań menedżera w sytuacjach ryzykownych.

Głównym założeniem obecnego rozwoju badań nad zachowaniami ryzykownymi dyrektorów generalnych jest uznanie, że różnią się oni na gruncie wielu cech psychologicznych, które wywierają wpływ na relację mocodawca-agent (Wowak i in., 2016). Zasadne stały się zatem badania koncentrujące się na indywidualnych cechach osobowościowych menedżerów, kształtujących „orientacje”, które wpływają na ich konstrukcję rzeczywistości. Badania w obszarze psychologii zidentyfikowały szereg cech osobistych związanych z osobowością, samooceną i motywacją, z których każda wywierała niezależny wpływ na zachowanie. Spośród nich, bezpośredni i najsilniejszy wpływ wywierały cechy związane z dyspozycyjnymi mechanizmami motywacji (Gamache i in., 2015). Za kluczowe uznaje się ukierunkowania regulacyjne (*regulatory focus*),⁵ które wywierają potencjalnie najsilniejszy wpływ spośród innych atrybutów psychologicznych na

⁴ Odpowiedni system motywacyjny może być zapewniony zarówno w formie umowy o pracę, jak i w postaci kontraktu menedżerskiego, niebędącego umową o pracę, lecz umową cywilno-prawną. Właściwie skonstruowany kontrakt menedżerski jest w stanie istotnie zniwelować problemy agencji i rozwiązać kwestie nadzoru właścicielskiego (Kozioł, 2013, s. 253). Z tego względu, z punktu widzenia celu badań w rozprawie, nie wydaje się konieczne rozróżnienie formy prawnej umowy zawartej między spółką a menedżerem.

⁵ Teoria ukierunkowań regulacyjnych (*Regulatory Focus Theory* - RFT) została przedstawiona po raz pierwszy przez E.T. Higginsa (1997; 2000). Zgodnie z teorią jednostki mogą realizować swoje cele poprzez ukierunkowanie na promocję (*promotion focus*), skupiając się na ideałach i potrzebie rozwoju oraz ukierunkowanie na prewencję (*prevention focus*), skupiając się na poczuciu powinności i potrzebie bezpieczeństwa (Crowe i Higgins, 1997). Ukierunkowanie promocyjne i prewencyjne skutkuje nie tylko odmiennie doświadczanymi przez jednostki sukcesami i porażkami, ale także różnymi preferowanymi strategiami dążenia do celu.

podejmowanie działań ryzykownych (P.D. Johnson i in., 2015; Gamache i in., 2015). Drzwi to takich badań otworzył przede wszystkim Gamache w roku 2015, kiedy to nie tylko zastosował teorię ukierunkowań regulacyjnych w swoich badaniach, ale także stworzył nieinwazyjnym sposób pomiaru tej cechy osobowości menedżerów, wykorzystując metodę analizy treści. Miało to ogromne znaczenie, gdyż jak twierdzi wielu badaczy, mechanizmy behawioralne stojące za decyzjami menedżerów najwyższego szczebla, wciąż pozostają w dużej mierze niezbadane właśnie ze względu na wyzwania metodologiczne w zakresie ich pomiaru (Hoskisson i in., 2017, s. 151). Metoda zaproponowana przez Gamache wydaje się stanowić ważną odpowiedź na te wyzwania.

Od tego czasu zainteresowanie badaniami ukierunkowania regulacyjnego dyrektorów generalnych w różnych kontekstach wzrosło, ale nadal w kontekście wyników i ryzyka organizacji jest relatywnie rzadkie. Dotychczasowe badania dostarczyły jednak empirycznego potwierdzenia, że ukierunkowania regulacyjne dyrektorów generalnych są czynnikami wywierającymi bezpośredni wpływ na zachowania osób decyzyjnych, warunkują działania strategiczne przedsiębiorstwa i mogą wpływać na wyniki spółki, (m.in. Wallace i in., 2010; Gamache i in., 2015). Teoria ukierunkowań regulacyjnych może zatem wnieść istotny wkład w zrozumienie ryzykowności podejmowania decyzji strategicznych, niezależny od przełomowej dla rozwoju ekonomii i zarządzania, psychologicznej teorii perspektywy Kahnemana i Tversky'ego z 1979 roku (Higgins i Cornwell, 2016).

Ograniczeniem dotychczasowych badań jest jednak koncentracja głównie na warunkach amerykańskiego modelu korporacyjnego. Modele kontynentalne w tym nurcie badawczym są najczęściej pomijane. Może to rodzić uzasadnione pytanie, czy odkrycia dotyczące skuteczności sytuacyjnych bodźców motywacyjnych w przypadku amerykańskich dyrektorów generalnych mogą być przeniesione na grunt europejski, gdzie modele korporacyjne znacząco się różnią, chociażby istotą samego problemu agencyjnego wynikającego z większej koncentracji własności czy większym naciskiem na wyniki długoterminowe spółki.

Można zatem dostrzec istotną **lukę badawczą** polegającą na niedostatecznym włączeniu motywacyjnych teorii psychologicznych, odnoszących się do motywacji dyspozycyjnej (indywidualnej) do badań nad problemem motywacji menedżerów najwyższego szczebla w nadzorze korporacyjnym (motywacji sytuacyjnej), szczególnie w warunkach kontynentalnych modeli korporacyjnych, do których zalicza się również model funkcjonujący w Polsce. Zgodnie z najlepszą wiedzą autora, w warunkach polskich nie przeprowadzono badań w podobnym

zakresie, jaki jest proponowany w niniejszej rozprawie. Wypełnienie tej luki powinno zapewnić polskim organom nadzoru korporacyjnego istotną wiedzę na temat skuteczności polityk motywacyjnych i możliwości kształtowania za ich pomocą ryzyka menedżerskiego, zgodnego z oczekiwaniami właścicieli.

Głównym **problemem badawczym** pracy jest zatem kształtowanie skutecznej polityki motywacyjnej na poziomie korporacyjnym względem dyrektorów generalnych, uwzględniającej dyspozycyjną heterogeniczność ich postaw wobec ryzyka. Problem ten można opisać w formie następujących **pytań badawczych**:

- czy ukierunkowania regulacyjne dyrektorów generalnych wpływają na ryzyko strategiczne zarządzanych przez nich spółek publicznych w europejskich warunkach?
- czy stosowane składniki wynagrodzenia: stałe i motywacyjne, oddziałują na zachowania dyrektorów generalnych w zakresie podejmowanych przez nich, w imieniu spółki, decyzji ryzykownych?
- które składniki systemów motywacyjnych w największym stopniu wpływają na modyfikację naturalnych skłonności dyrektorów generalnych do podejmowania ryzykownych decyzji?

Głównym **celem rozprawy** jest zbadanie heterogeniczności postaw dyrektorów generalnych względem ryzyka i skuteczności przyznawania zmiennych oraz stałych komponentów wynagrodzenia przez rady nadzorcze w ramach prowadzonej polityki motywacyjnej nadzoru korporacyjnego, uwzględniającej tę heterogeniczność.

Cel główny rozprawy wymaga osiągnięcia szeregu celów szczegółowych w zakresie teoretycznym, metodycznym i aplikacyjnym. W płaszczyźnie **teoretycznej** celem rozprawy jest wnikliwa analiza teorii oraz dotychczasowych badań empirycznych w zakresie uwarunkowań ryzyka menedżerskiego oraz wpływu instrumentów polityki motywacyjnej rad nadzorczych na decyzje menedżerskie w kontekście strategii nadzoru korporacyjnego. W płaszczyźnie **metodycznej** celem autora pracy jest opracowanie metody i narzędzi mierzących poziom ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych w Polsce oraz ich wpływu na strategiczne ryzyko menedżerskie. Główny cel **aplikacyjny** wiąże się natomiast z potencjalnym zastosowaniem wyników empirycznych w strategiach nadzoru korporacyjnego spółek publicznych (zwłaszcza polskich), poprzez ustanowienie efektywnego mechanizmu godzenia interesów i zachowań dyrektorów generalnych z celami właścicieli przedsiębiorstw.

Badania przeprowadzone w ramach rozprawy obejmują analizę literatury oraz badania empiryczne. Badania literaturowe w kontekście strategicznego ryzyka menedżerskiego przeprowadzono przy zastosowaniu metod bibliometrycznych. Pozwoliły one wyłonić główne klastry badań, potwierdzające słuszność obranego kierunku badań w tej rozprawie. Podstawą części empirycznej pracy jest model koncepcyjny, opracowany na podstawie badań teoretycznych. Przyjęto w nim założenie, że ukierunkowania regulacyjne dyrektorów generalnych spółek publicznych w Polsce i rozwiązania w zakresie polityki motywacyjnej nadzoru korporacyjnego oddziałują na siebie generując wyniki, które nie byłyby przewidywalne dla każdego z tych konstruktów z osobna. Model tworzą następujące **hipotezy badawcze**:

- H1: Ukierunkowanie na promocję dyrektora generalnego wpływa pozytywnie na strategiczne ryzyko menedżerskie.
- H2: Ukierunkowanie na prewencję dyrektora generalnego wpływa negatywnie na strategiczne ryzyko menedżerskie.
- H3: Przyznanie warunkowego komponentu wynagrodzenia (premia roczna) dyrektorom generalnym spółek publicznych w Polsce negatywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że pozytywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie słabł wraz ze wzrostem wynagrodzenia motywacyjnego.
- H4: Przyznanie warunkowego komponentu wynagrodzenia (premia roczna) dyrektorom generalnym spółek publicznych w Polsce pozytywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że negatywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie słabł wraz ze wzrostem wynagrodzenia motywacyjnego.
- H5: Stałe wynagrodzenie dyrektorów generalnych spółek publicznych w Polsce pozytywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że pozytywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie się wzmacniał wraz ze wzrostem stałego wynagrodzenia.

H6: Stałe wynagrodzenie dyrektorów generalnych spółek publicznych w Polsce negatywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że negatywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie się wzmacniał wraz ze wzrostem stałego wynagrodzenia.

Zastosowane w hipotezach zmienne są w pracy przedmiotem wnikliwej konceptualizacji i operacjonalizacji w celu przeprowadzenia badań empirycznych i wiarygodnego testu hipotez. Ze względu na pionierski charakter pomiaru ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych w Polsce, z wykorzystaniem analizy treści (*content analysis*), tym zmiennym poświęcono najwięcej pracy i uwagi. Zanim przystąpiono do właściwych badań empirycznych, niezbędnym etapem było opracowanie zwalidowanego słownika LIWC⁶. Polski słownik LIWC dla ukierunkowań regulacyjnych sporządzono we współpracy merytorycznej z dr Martą Roczniowską, psycholog z *Karolinska Institutet* i absolwentką *Higgins Lab* przy Uniwersytecie Columbia w Nowym Jorku, współautorką artykułów napisanych wraz z twórcą teorii ukierunkowań regulacyjnych, Edwardem Higginsem, profesorem Uniwersytetu Columbia (Roczniowska i Higgins, 2019; Roczniowska, Retowski i Higgins, 2018)⁷. W dalszym etapie, badaniom zostali poddani dyrektorzy generalni, głównie spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, których wynagrodzenia obejmują komponenty stały oraz zmienny (premie roczne). Ze względu na potencjalny wpływ także innych czynników, nie wskazanych w hipotezach, wpływających na ryzyko strategiczne, w modelu badawczym uwzględniono szereg zmiennych kontrolnych, zarówno na poziomie indywidualnym, jak i organizacyjnym. Na podstawie analizy danych w bazach *Notoria* i *Refinitiv Eikon* wyłoniono 89 spółek, które wypłacały premie roczne dyrektorom generalnym. Do testowania hipotez wykorzystano dane panelowe, w tym listy dyrektorów generalnych załączane do sprawozdań

⁶ LIWC - *Linguistic Inquiry and Word Count* jest instrumentem, który umożliwia badaczom analizę tekstów i ich cech poprzez liczenie częstotliwości użycia poszczególnych słów. W tym celu LIWC wykorzystuje wbudowane słowniki, które mogą być wykorzystane w specyficznym rodzaju analizy treści w różnych językach. Badacze mogą tworzyć własne słowniki, które odzwierciedlają dowolne konstrukty psychologiczne, istnieje bowiem możliwość wgrania słowników wykonanych samodzielnie.

⁷ Efektem współpracy autora pracy jest także wspólna publikacja: Marszałek, Miązek i Roczniowska (2023).

z działalności spółek, z okresu dziesięciu lat, tj. 2011-2020. W ten sposób badania podłużne (*longitudinal study*) przeprowadzono na 854 obserwacjach⁸.

Cel pracy wymagał przyjęcia określonej **struktury pracy**. Praca obejmuje cztery rozdziały. W pierwszym, zatytułowanym *Ryzyko strategiczne w ujęciu organizacyjnym i menedżerskim*, skoncentrowano się na wyjaśnieniu pojęć ryzyka, ryzyka strategicznego i ryzyka menedżerskiego. Dokonano także analizy metod pomiaru ryzyka i wpływu ryzyka strategicznego na wyniki przedsiębiorstw. Mnogość pojęć, teorii i fragmentaryczność badań dotyczących ryzyka organizacyjnego i menedżerskiego skłoniły autora pracy do przeprowadzenia badań bibliometrycznych i wyłonienia głównych nurtów badawczych (Miązek, 2023). Działania te umożliwiły wybór najbardziej zbliżonego do badań w pracy nurtu badawczego oraz sformułowania definicji strategicznego ryzyka menedżerskiego.

Rozdział drugi, pt. *Teorie i badania podejmowania decyzji w warunkach ryzyka i niepewności*, poświęcono analizie teorii wykorzystywanych w ekonomii i w zarządzaniu do wyjaśniania procesu i motywów podejmowania decyzji menedżerskich w warunkach niepewności. Wskazano na rozwój teorii, od opartych na założeniu racjonalności decydenta, po teorie behawioralne oraz psychologiczne, takie jak teoria perspektywy oraz teoria ukierunkowań regulacyjnych. Jednocześnie podkreślono znaczenie zarówno czynników indywidualnych, jak i sytuacyjnych wpływających na zachowania menedżerów w dotychczasowych badaniach empirycznych.

W rozdziale trzecim, pt. *Polityka motywacji menedżerskiej w modelach nadzoru korporacyjnego*, dokonano przeglądu najważniejszych modeli korporacyjnych na świecie oraz teorii nadzoru korporacyjnego, najbardziej odpowiadającym problemowi rozdziału własności od zarządzania w spółkach. Wskazano na istotne różnice między modelem amerykańskim, dominującym w badaniach dotyczących korporacyjnej motywacji menedżerów a pozostałymi modelami. Zwrócono także uwagę na specyfikę polskiego modelu oraz systemu motywacji najczęściej stosowanego w spółkach publicznych w Polsce. Rozdział zakończono analizą dotychczasowych badań wykorzystujących teorię ukierunkowań regulacyjnych do badania skuteczności zewnętrznych (sytuacyjnych) systemów motywacyjnych.

⁸ W 36 przypadkach autorem listu był inny członek zarządu lub nawet prezes rady nadzorczej. Dochodziło do nich najczęściej w przypadku zmiany na stanowisku dyrektora w danym roku lub gdy spółka nie była notowana przed okresem analizy. Taka obserwacja firma-rok musiała zostać wyłączona z ostatecznego zbioru danych.

Ostatni rozdział, zatytułowany: *Model empiryczny dyspozycyjnych i sytuacyjnych determinant ryzyka menedżerskiego w spółkach publicznych*, ma charakter empiryczny. Przedstawiono w nim i uzasadniono model koncepcyjny, a następnie dokonano operacjonalizacji i pomiaru zmiennych w modelu. Następnie zaprezentowano wyniki analizy empirycznej danych i testowanie modelu badawczego z zastosowaniem modeli regresji panelowej w pakiecie statystycznym STATA 18. Wyniki umożliwiły ustosunkowanie się do postawionych w modelu hipotez oraz dyskusję na temat uzyskanych rezultatów badań.

W zakończeniu pracy podsumowano całość przeprowadzonych badań w pracy oraz uzyskanych wyników. W części tej wskazano także ograniczenia badań, implikacje praktyczne oraz potencjalne przyszłe kierunki badań w zakresie strategicznego ryzyka menedżerskiego.

Niniejsza rozprawa powstała przy wsparciu Narodowego Centrum Nauki – projekt badawczy nr 2017/25/N/HS4/02037.

1. Ryzyko strategiczne w ujęciu organizacyjnym i menedżerskim

1.1. Definiowanie ryzyka i niepewności w zarządzaniu

Historia gospodarcza i historia zarządzania wskazują, że warunki działania przedsiębiorstw do lat 60. ubiegłego wieku były prostsze niż obecnie. Przyspieszenie tempa rozwoju nastąpiło w latach 80. i 90. wraz ze zwiększeniem szybkości i zakresu zmian w gospodarce prowadzących do globalizacji oraz wraz z rozwojem technologii informacyjnych. W konsekwencji wzrosła zmienność i nieprzewidywalność warunków działania przedsiębiorstw. Wzrastająca złożoność zjawisk i procesów zachodzących w otoczeniu przedsiębiorstw wpływa na malejący poziom przewidywalności ich warunków działania oraz trudność przewidywania konsekwencji ich wyborów strategicznych. Zjawisko to w XXI wieku wydaje się jeszcze bardziej nasilać, biorąc pod uwagę, chociażby takie wydarzenia jak: globalny kryzys finansowy, pandemię Covid-19 czy wojnę w Ukrainie (Czech i Kos-Łabędowicz, 2023). Jedną ze specyficznych cech funkcjonowania współczesnych przedsiębiorstw jest zatem wzrost niepewności warunków ich działania, co wiąże się ze wzrostem złożoności, zarówno otoczenia, jak i struktur organizacyjnych przedsiębiorstw oraz ich wzajemnych związków. Złożoność jest determinowana przez niepewność i nieprzewidywalność. Związki pomiędzy pojęciami „niepewność”, „złożoność” i „nieprzewidywalność” są bardzo trudne, czy wręcz niemożliwe, do jednoznacznej identyfikacji (Mesjasz, 2014a)⁹. Każde z powyższych pojęć jest związane z ryzykiem przedsiębiorstwa, które stało się zasadnym i nieodłącznym przedmiotem badań w zarządzaniu (Mesjasz, 2008; Witek-Crabb, 2013).

Ryzyko jako inherentny elementem życia człowieka, obecny jest także w jego działalności przedsiębiorczej i gospodarczej. Jest obecne we wszystkich procesach wewnątrz przedsiębiorstwa - wytwórczych, technologicznych, handlowych, finansowych czy zarządczych, jak również na zewnątrz organizacji, wynikające z rynku, konkurencji, regulatorów, kryzysów gospodarczych czy katastrof naturalnych (Buła, 2015). Dla zaznaczenia źródła ryzyka dla przedsiębiorstwa rozróżnia się ryzyko specyficzne, charakterystyczne tylko dla niego oraz systematyczne, będące rezultatem oddziaływania czynników zewnętrznych,

⁹ Dynamiczną naturę współczesnego świata dobrze oddaje termin VUCA, ukuty przez US Army War College, wskazujący na jego zmienność (*volatility*), niepewność (*uncertainty*), złożoność (*complexity*) i niejednoznaczność (*ambiguity*) (szerzej zob. Horney, Pasmore i O'Shea, 2010; Bennett i Lemoine, 2014).

niezależnych od przedsiębiorstwa. W zależności od profilu działalności podmiotu gospodarczego, rozróżnia się również ryzyko branżowe (Tworek, 2014).

W zarządzaniu, pojęcie ryzyka wiąże się z charakterem i złożonością problemów, warunkami podejmowania decyzji kierowniczych i możliwością przewidywania ich rezultatów. Należy je zatem rozpatrywać jako charakterystykę działalności menedżerów, realizowanej w sytuacji pewnego stopnia niepewności. W procesie realizacji funkcji zarządzania, menedżer podejmuje ryzyko, na przykład dokonując wyboru celów, strategii rozwoju czy systemu motywacji (Krzakiewicz, 2003). Ryzyko jest zatem jednym z kluczowych elementów w procesie podejmowania decyzji menedżerskich i odgrywa istotną rolę w badaniach nad zarządzaniem, w tym nad zarządzaniem strategicznym (Ruefli i in., 1999). Decyzje strategiczne są szczególnie słabo ustrukturyzowane i często podejmowane w warunkach narastającej niepewności, a ich implementacja zawsze wiąże się z ryzykiem. Dlatego trwałym komponentem współczesnego zarządzania stały się sposoby panowania nad niepewnością, polegające na jej szybkim postrzeganiu, właściwym rozpoznaniu, trafnym wartościowaniu i w następstwie na skutecznej minimalizacji jej skutków (Jędralska i Czech, 2011). Działania te składają się na zarządzanie ryzykiem i są utożsamiane z podejmowaniem decyzji i realizacją działań prowadzących do osiągnięcia przez dany podmiot akceptowalnego poziomu ryzyka, określonego często jako apetyt na ryzyko (*risk appetite*) (Czerwińska i Jajuga, 2016; Korombel, 2017).

Pomimo rozwoju teorii i praktyki zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, nadal samo pojęcie ryzyka pozostaje w sferze kategorii niejednoznacznych. Problemy związane z definiowaniem ryzyka mają bowiem charakter epistemologiczny i dotyczą podstaw ludzkiego działania i funkcjonowania systemów społecznych (Mesjasz, 2008). Ryzyko jest kategorią interdyscyplinarną, rozpatrywaną przez badaczy różnych dyscyplin. Generalnie, w naukach ścisłych ryzyko podlega precyzyjnemu definiowaniu i pomiarowi, natomiast w naukach społecznych ma ono charakter kontekstowy i jest zdeterminowane kulturowo (Bradbury, 1989). W zależności od dziedziny nauki, ale także stanowiska filozoficznego, poznanie ryzyka wiąże się z różnym stopniem obiektywizmu i subiektywizmu. Założenia epistemologiczne teorii ryzyka w odniesieniu do wybranych paradygmatów metodologicznych zostały syntetycznie przedstawione w tabeli 1.

Tabela 1. Ryzyko w ujęciu epistemologicznym

Stanowisko filozoficzne	Założenia epistemologiczne	Dziedzina (teoria)	Podstawowe zagadnienia
Realizm	Ryzyko jest to negatywnie oceniane zakłócenie działania danego obiektu lub systemu (zaburzenie stanu). Może być ono przedmiotem obiektywnego pomiaru, lecz może też być zniekształcone ze względu na subiektywną percepcję.	Nauki techniczne; ekonomia, finanse, zarządzanie.	Co to jest ryzyko? Jak mierzyć (obliczać) ryzyko? Jak radzić sobie z ryzykiem (jak zarządzać ryzykiem?)
„Staby” konstruktywizm	Pojęcie ryzyka tworzy się na podstawie istnienia realnych zagrożeń (niebezpieczeństw), które są postrzegane i definiowane w ramach procesów społeczno-kulturowych oraz procesów samorefleksji i samoobserwacji.	Fenomenologia; koncepcja „społeczeństwa ryzyka” (U. Beck); teoria symboliczna (M. Douglas); teoria ryzyka i złożoność systemów społecznych (N. Luhmann).	Jakie może być nastawienie wobec niebezpieczeństw (zagrożeń)? Jak interpretuje się ryzyko we współczesnym społeczeństwie? Jak i dlaczego określa się ryzyko w odniesieniu do wielu zagrożeń (niebezpieczeństw)? W jaki sposób podejmujemy i obserwujemy nasze decyzje dotyczące ryzyka?
Silny konstruktywizm (Radykalny konstruktywizm)	Nie istnieje coś takiego jak obiektywne ryzyko. Ryzyko tworzone jest poprzez decyzje społeczne i negocjacje.	Post-modernistyczne i post-strukturalne teorie społeczne (M. Foucault).	Dlaczego i w jaki sposób społeczeństwo tworzy różne rodzaje ryzyka?

Źródło: Mesjasz (2008).

Znalezienie satysfakcjonującej definicji ryzyka jest trudne (March i Shapira, 1987). Na gruncie nauk społecznych ryzyko nie jest interpretowane jednolicie, stanowiąc przedmiot zainteresowań specjalistów z różnych dyscyplin, w tym socjologii, psychologii, ekonomii i finansów czy zarządzania (Kubińska, 2012; Buła, 2015) oraz dziedzin szczegółowych, jak choćby z zakresu zarządzania przedsiębiorstwem, ubezpieczeń, rachunkowości, bankowości, a także audytu i nadzoru korporacyjnego (Buła, 2015). Ze względu na tę mnogość zastosowań, istnieje wiele ujęć definicji ryzyka także w ramach tej samej dyscypliny nauki (Mesjasz, 2018). Można zatem stwierdzić, że ryzyko jest pojęciem normatywnym i w związku z tym, należy je rozpatrywać w kontekście przyjętej definicji (Mesjasz, 2018).

Pierwsze formalne analizy ryzyka pojawiły się w XVIII w. jako próby statystycznego podejścia do ubezpieczeń (Renn, 1992; Luhmann, 2008; Lupton 2013; Trembaczowski, 2016). Z czasem istotną kwestią stało się rozróżnienie pojęć ryzyka i niepewności. Jedne z pierwszych konceptualizacji ryzyka w dziedzinie nauk ekonomicznych jako obiektywnego stanu otoczenia, skorelowanego z subiektywną niepewnością, dokonał A.H. Willett (1901). Po nim, F.H. Knight (1921) wprowadził koncepcję niepewności mierzalnej (określanej jako ryzyko) i niemierzalnej (uznawanej jako niepewność właściwą), interpretując ją na gruncie teorii rachunku prawdopodobieństwa (Staniec, 2014). Problem też równoległe stał się przedmiotem rozważań J.M. Keynes'a (1921). Nie wchodząc w tym miejscu w szczegóły (zob. szerzej O'Donnell (2021)), można wskazać, że w każdym przypadku, rozróżnienie *ryzyko-niepewność* wskazywało na dwie formy niepewności (probabilistyczną i nieprobabilistyczną), niezależnie od ekspresji werbalnej i interpretacji prawdopodobieństwa.

Rozróżnienia pojęć ryzyka i niepewności stało się stałym elementem teorii ekonomii (Staniec i Zawila-Niedźwiecki, 2015). Zgodnie z teorią Knighta, działania podejmowane przez podmioty gospodarcze w warunkach złożoności i nieokreśloności, mogą być rozpatrywane w trzech kategoriach, jako działania (Sus-Januchowska, 2004):

- ryzykowne, gdy prawdopodobieństwo realizacji działania (p) zawiera się w przedziale od 0 do 1 ($p \in (0;1)$);
- pewne, gdy prawdopodobieństwo realizacji działania (p) jest równe jeden lub zero ($p = 1$ lub $p = 0$);
- niepewne, gdy prawdopodobieństwo realizacji działania (p) jest niewiadome ($p = ?$).

Działania są zatem ryzykowne, gdy losowość daje się wyrazić w ścisłym, liczbowym prawdopodobieństwie, określonym pewną wartością (np. częstością występowania) (Staniec i Klimczak, 2008), lecz pełna informacja nie jest dostępna (Nahotko, 2001). Decyzje w warunkach pewności są podejmowane ze znajomością wszystkich możliwych wyników działań, przewidywalnością oraz obecnością dokładnej informacji, będącej podstawą do podjęcia decyzji (Sus-Januchowska, 2004). Paradoksalnie, podejmowanie decyzji w takich warunkach może doprowadzić do osiągnięcia nienajlepszych rezultatów poprzez podjęcie działania rutynowego i w konsekwencji, niewybrania strategii zapewniającej najlepszy wynik, ale takiej, co do rezultatu której nie ma wątpliwości (Sołtysiak, 2014). Z kolei, każda sytuacja, której nie można rozpatrywać w kategoriach ryzyka jest sytuacją niepewną (Buła, 2015).

Należy zauważyć, że istnieje wiele interpretacji niepewności (np. Smithson, 2008; Jędralska i Czech, 2011). W ogólnym ujęciu występuje ona wtedy, gdy nie ma możliwości powiązania prawdopodobieństwa z możliwym zdarzeniem lub wiedzy co do materializacji możliwych, przyszłych wydarzeń i ich konsekwencji (Staniec i Zawila-Niedźwiecki, 2015), przy czym wiadomo, że każde zdarzenie i wynik jest możliwy (Franczuk, 2011). Decyzje w warunkach niepewności cechuje brak konkretnej wiedzy, na której można by było oprzeć swoją decyzję, w tym brak możliwości oszacowania prawdopodobieństwa uzyskanych wyników na podstawie wcześniejszych doświadczeń. Dane będące podstawą podjęcia decyzji mają bowiem charakter jakościowy lub nie są ogólnie dostępne (Sus-Januchowska, 2004).

Z uwagi na wielowymiarowy charakter kategorii niepewności, wskazywany często w literaturze (np. Milliken, 1987; Kreiser i Marino, 2002), Jędralska i Czech (2011) ujęli pojęcie niepewności w trzech wymiarach poznawczych:

- procesualnym, polegającym na identyfikacji poziomów natężenia niepewności;
- strukturalnym, wyodrębniającym wewnętrzne komponenty niepewności i interakcje między nimi;
- behawioralnym, wykorzystywanym do opisu niepewności głównie w dorobku psychologii.

W ujęciu procesualnym, niepewność, która utrzymuje się, pomimo przeprowadzenia możliwie najlepszej analizy, to tzw. niepewność rezydualna (*residual uncertainty*). Mieści się ona na jednym z czterech ogólnych poziomów niepewności determinujących wybór strategii (Courtney i in., 2006; Jędralska i Czech, 2011; Buła, 2015), przedstawionych w tabeli 2. Według Courtney i in. (2006), przynajmniej połowa problemów strategicznych mieści się na poziomie drugim lub trzecim, zaś większość pozostałych to problemy na poziomie pierwszym. Jednakże menedżerowie, którzy myślą o niepewności w sposób binarny, zazwyczaj traktują wszystkie problemy strategiczne tak, jak gdyby znajdowały się albo na poziomie pierwszym, albo na poziomie czwartym. Jeśli nawet oprą swoje strategie na ścisłej analizie, najczęściej nie dostosowują narzędzi analitycznych do poziomu niepewności rezydualnej, z jaką mają do czynienia.

Tabela 2. Poziomy niepewności w ujęciu procesualnym

Poziom	Nazwa	Charakterystyka
1.	Dość jasna przyszłość (<i>a clear enough future</i>)	Niepewność rezydualna bez znaczenia. Poziom niepewności jest nieistotny z punktu widzenia możliwości opracowania jednej prognozy – niedokładnej, ale dostatecznie zawężonej, by wyznaczać jeden kierunek strategiczny.
2.	Różne możliwe kierunki rozwoju wydarzeń w przyszłości (<i>alternative futures</i>)	Niepewność wzrasta na tyle, że jest możliwe osiągnięcie kilku stanów prawdopodobnych w przyszłości, czyli alternatywnych scenariuszy (<i>discrete scenarios</i>) definiujących przyszłość i określenie stopnia prawdopodobieństwa każdego z nich. Niektóre, jeżeli nie wszystkie, elementy strategii są uzależnione od tego, jaki scenariusz się zrealizuje.
3.	Przedział możliwych zdarzeń w przyszłości (<i>a range of futures</i>)	Kluczowe zmienne wyznaczone są w przedziałach możliwych wyników. Przedział ten wyznacza pewna liczba zmiennych, jednakże konkretny wynik może znaleźć się w każdym punkcie kontinuum w granicach tego przedziału. Nie jest więc możliwe określenie jednej strategii, a bardziej skutecznym rozwiązaniem jest budowanie scenariuszy uwzględniających rozpiętość kluczowych zmiennych lub wyznaczenie ogólnych kierunków działania i dostosowywanie się do bieżących warunków ekonomicznych.
4.	Całkowita niepewność (<i>true ambiguity</i>)	Niepewność rezydualna ma największe znaczenie. Wielorakie wymiary niepewności wzajemnie oddziałują na siebie, tworząc środowisko, którego nie da się prognozować. Określenie przedziału potencjalnych wyników oraz konkretnych scenariuszy niemożliwe. Nie da się określić wszystkich istotnych zmiennych, które będą wyznaczać przyszłość. W takich warunkach zakłada się hipotetyczny rozwój wydarzeń i na tej podstawie podejmuje działania, które umożliwią uzyskanie solidniejszej podstawy budowy strategii albo migrację do niższych poziomów niepewności i sformułowanie strategii uwzględniającej mniejszy poziom niepewności i ryzyka. Niepewność na tym poziomie zdarza się rzadko i z czasem przechodzi na jeden z niższych poziomów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Courtney i in. (2006); Buła (2015).

W ujęciu strukturalnym należy wyróżnić niepewność: 1) podmiotową; 2) przedmiotową; oraz 3) relacyjną (Jędralska i Czech, 2011). Niepewność podmiotowa wynika z ograniczeń poznawczych decydenta, które są wypadkową ograniczonej zdolności pozyskiwania, przetwarzania i magazynowania informacji. Niepewność przedmiotowa wiąże się z dynamiką zasobów, umiejętności i kompetencji, a zwłaszcza z ich niedostatkami lub nadmiarem oraz utratą kontroli nad nimi. Niepewność relacyjna natomiast powstaje przez sieć interakcji między organizacją a jej interesariuszami: klientami, dostawcami, konkurentami, związkami zawodowymi, instytucjami rządowymi itp. (Jędralska i Czech, 2011).

Niepewność można również rozpatrywać jako pewien stan umysłu, z racji czego jest zjawiskiem subiektywnym. O ile miarą ryzyka jest prawdopodobieństwo, miarą niepewności

jest przekonanie (wiara) (Klimczak, 2011). W tym kontekście szczególnie przydatne staje się behawioralne ujęcie niepewności, które opiera się na psychologicznej teorii decyzji (Kahneman i Tversky, 1982). Zgodnie z nim, niepewność znajduje się w umyśle menedżera i jest wypadkową czynników wewnętrznych (indywidualnych) oraz zewnętrznych (sytuacyjnych), indukowanych przez złożoność i dynamikę otoczenia. Z tego punktu widzenia można zatem wyodrębnić dwa jej rodzaje: 1) niepewność wewnętrzną i 2) niepewność zewnętrzną. Niepewność wewnętrzna podmiotów decyzyjnych wynika ze świadomości ograniczeń poznawczych, cech umysłu, luki kompetencji czy też doświadczenia i jest stanem odczuwanym subiektywnie. Niepewność zewnętrzna jest natomiast wywnioskowana lub doświadczana.

Mimo rozpowszechnionego w literaturze rozróżnienia niepewności i ryzyka, wiele definicji ryzyka w literaturze ekonomicznej, w tym w literaturze zarządzania, nie przestrzega go rygorystycznie. Można raczej stwierdzić, że ryzyko nie istnieje bez niepewności (w jego przypadku jest to niepewność mierzalna) i często traktuje się obydwa terminy zamiennie.

Przykładowe definicje ryzyka rozwinięte w naukach społecznych zostały przedstawione w tabeli 3.

Tabela 3. Wybrane ujęcia ryzyka w naukach społecznych

Artykuł	Definicja ryzyka
Willett (1901)	Obiektywny stan otoczenia skorelowany z subiektywną niepewnością.
Knight (1921)	Mierzalna niepewność – możliwość odchylenia od stanu oczekiwanego, który można wyrazić prawdopodobieństwem.
Pfeffer (1956)	Kombinacja elementów hazardu, mierzona prawdopodobieństwem. Ryzyko jako „stan świata”.
Nickerson i Feehrer (1975)	Oczekiwana wartość, obejmująca zarówno wyniki decyzji, jak i pewną reprezentację prawdopodobieństwa wyników.
Libby i Fishburn (1977)	Zmienność (jako niepełne informacje) lub rozproszenie wyników.
Sjoberg (1980); Vlek i Stallen (1980)	Wyniki i prawdopodobieństwo straty jako oddzielne przybliżenia dla ryzyka.
FERMA (2003) – <i>Federation of European Risk Management Associations</i>	Obiektywne zjawisko – połączenie prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia i jego rezultatów dla realizacji celów przedsiębiorstwa.
Krzakiewicz (2003)	Strata, uszczerbek, prawdopodobieństwo, które związane jest z występowaniem niepewności (niedostatecznej informacji, braku

Artykuł	Definicja ryzyka
	wiarygodności), a także korzyści i zyski, które można uzyskać jedynie poprzez działania związane z ryzykiem.
Matkowski (2006)	Ryzyko jako niepewność co do uzyskania przyszłych wyników.
Klimczak (2011)	Możliwość wystąpienia zdarzenia, które wpłynie na wyniki działania (realizację celów), w szczególności wyrażana jako kombinacja prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia oraz jego skutków.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Baird i Thomas (1985); Krzakiewicz (2003); Sus-Januchowska (2004) i Klimczak (2011).

Wielość definicji ryzyka wskazuje na równoległe współzystowanie w ludzkiej świadomości i dorobku naukowym, zarówno sprzecznych, jak i wzajemnie uzupełniających się różnych interpretacji i wyobrażeń ryzyka (Małkowska-Borowczyk, 2012). Wśród istniejących definicji w naukach o zarządzaniu można wyróżnić dwie zasadnicze koncepcje: negatywną (tzw. ryzyko czyste) i neutralną (tzw. ryzyko spekulatywne) (Urbanowska-Sojkin, 2013; Jajuga, 2019; Buła, 2015; Mesjasz, 2018). Koncepcja negatywna ryzyka interpretuje je jako możliwość nieosiągnięcia oczekiwanego efektu (Urbanowska-Sojkin, 2013). Kojarzy ryzyko z takim zespołem pojęć, jak zagrożenie, strata, niebezpieczeństwo, szkoda i prawdopodobieństwem, że zakładany efekt nie zostanie uzyskany. Wywodzi się zatem z dyskusji naukowej wokół relacji pojęć ryzyka i zagrożenia (Franczuk, 2011; Małkowska-Borowczyk, 2012). Tak rozumiane ryzyko często pojmowane jest jako statyczne, znajdujące się poza możliwością wpływu przez podmiot oraz podejmowane najczęściej z konieczności (Buła, 2015).

Alternatywna wobec koncepcji negatywnej jest koncepcja neutralna, która dostrzega możliwość osiągnięcia efektu innego niż oczekiwany, ale który może być nie tylko zagrożeniem, ale również szansą. Ryzyko traktowane jako szansa i zagrożenie wiąże się zarówno z prawdopodobieństwem straty, jak i zysku (Krzakiewicz, 2003). Łączy zatem w swojej istocie elementy negatywne i pozytywne. W ramach koncepcji neutralnej dominuje ujęcie ryzyka jako stanu braku pewności co do przyszłych skutków określonych zdarzeń (Franczuk, 2011; Małkowska-Borowczyk, 2012). Ryzyko neutralne, inaczej spekulatywne, związane jest z sytuacją, która implikować może skutki w postaci straty lub jej braku, ale także w formie możliwych korzyści. Ten wymiar ryzyka jest dostrzegany zwłaszcza przez rynek finansowy. Ryzyko jest tu związane z możliwością osiągnięcia zysku spekulacyjnego (Mesjasz, 2018). Tak rozumiane ryzyko jest również jednym z komponentów przedsiębiorczości. Działanie przedsiębiorcze jest związane z dążeniem do poszukiwania szans rozwoju, którym towarzyszy

określony poziom ryzyka mogący przynieść zarówno negatywne, jak i pozytywne efekty (Buła, 2015).

Zgodnie z wynikami badań Małkowskiej-Borowczyk (2012), w opinii polskich menedżerów ryzyko kojarzone jest głównie z aspektami negatywnymi, zwłaszcza w sytuacji wyboru o charakterze strategicznym. Uważa ona jednak, że wraz z upływem czasu będzie wśród nich rosła liczba zwolenników koncepcji neutralnej, co wynika z trendów w literaturze z zakresu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwach oraz działań promujących określone idee ze strony różnych organizacji branżowych.

Mając na uwadze powyższe rozważania, narastającą niepewność otoczenia, a także dostępne wyniki badań (March i Shapira, 1987) można wywnioskować, że menedżerowie rzadko posługują się regułami rachunku prawdopodobieństwa, a zamiast wnioskowania matematycznego wykorzystują reguły heurystyczne i często zmieniają swoje preferencje w zależności od kontekstu sytuacyjnego (Jędralska i Czech, 2011). Z tego względu rozważania dotyczące podejmowania decyzji w warunkach niepewności w tej rozprawie będą prowadzone przede wszystkim w ujęciu behawioralnym, które nie wykorzystuje rachunku prawdopodobieństwa jako podstawy oceny i analizy ryzyka. Sprawia to, że rozróżnienie F.H. Knighta (1921), dokonane między ryzykiem jako wynikami prawdopodobnymi a niepewnością jako wynikami nieokreślonymi, staje się bezzasadne. Obydwa pojęcia będą zatem traktowane w tejże rozprawie w większości rozważań jako synonimy, poza wyraźnym zaznaczeniem. Takie podejście jest stosowane przez wielu autorów, nie tylko w dziedzinie psychologii (np. Zou i in., 2020; Halamish i in., 2008; Kahneman i Tversky, 1979), lecz również ekonomii (np. Thaler, 2018; Kószegi i Rabin, 2007) i zarządzania (np. Gómez-Mejía i in., 2021; Pepper i Gore, 2015).

Podejście do badań ryzyka jest zatem uwarunkowane przyjętą definicją samego ryzyka, będącego pojęciem niedoprecyzowanym i w wielu przypadkach umownym. Różnorodność sposobów przedstawiania zagadnień ryzyka i niepewności wymusza zatem przyjęcie do dalszych rozważań ogólnej definicji tej kategorii. W niniejszej rozprawie ryzyko jest interpretowane zgodnie z podejściem J. Światowiec-Szczepańskiej (2012), jako „kombinacja postrzeganego prawdopodobieństwa wystąpienia potencjalnych zagrożeń wynikających z określonych decyzji lub stanu oraz wielkości owego zagrożenia”, przy czym „tak ujmowane ryzyko ma charakter subiektywny [...], zaś poprzez właściwe działania możliwa staje się jego kontrola” (Światowiec-Szczepańska, 2012, s. 97).

Każde przedsiębiorstwo działające na konkurencyjnym rynku musi zarządzać wieloma rodzajami ryzyka (Sus-Januchowska, 2004). W literaturze ekonomicznej istnieje szereg szczegółowych klasyfikacji ryzyka właściwych dla konkretnej dyscypliny. Niezależnie jednak od typologii teoretycznych, grupowanie ryzyka przebiega przede wszystkim na poziomie praktyki gospodarczej i zależy od profilu i unikatowych uwarunkowań funkcjonowania organizacji (Buła, 2015). Przykładową typologię ryzyka dla przedsiębiorstw zaprezentowano w tabeli 4.

Tabela 4. Wybrane typologie ryzyka przedsiębiorstwa

Kryterium podziału	Typ ryzyka	Charakterystyka
Czynniki kształtujące	Ryzyko zewnętrzne	
	Polityczne	Związane ze zdarzeniami i decyzjami politycznymi podejmowanymi w kraju.
	Społeczne	Związane z zachowaniem obywateli danego kraju lub regionu, zasadami religii, kultury, tradycji.
	Prawne	Oznaczające zagrożenie dla działalności jednostki spowodowane zmieniającymi się przepisami prawa lub różnymi jego interpretacjami.
	Stopy procentowej	Wynikające z uzależnienia wartości niektórych aktywów i pasywów jednostki od zmian stóp procentowych, np. kredyt oprocentowany zmienną stopą procentową.
	Walutowe	Wynikające z możliwości poniesienia strat finansowych na skutek wahań kursów walutowych.
	Płynności	Związane z możliwością braku środków finansowych na terminowe pokrycie zobowiązań.
	Ryzyko wewnętrzne	
	Zarządzania	Wynikające z ludzkiej omyłności lub celowych negatywnych zachowań, np. świadome działanie na szkodę jednostki.
	Zasobów ludzkich	Cele jednostki nie są osiągnięte z powodu zaniedbań lub oszustw dokonywanych przez pracowników albo niewłaściwej polityki personalnej, np. w zakresie systemów motywacji, podziału odpowiedzialności.
Powtarzalność	Systematyczne	Odnosi się do czynników, które wywierają wpływ na podmioty, ale są od nich niezależne, a więc nie mogą być przez nie kontrolowane. Źródłem ryzyka systematycznego mogą być np. zmiany stopy procentowej.
	Specyficzne	Związane z przyszłymi zdarzeniami, które można częściowo kontrolować albo przewidywać. Źródłem ryzyka specyficznego może być np. konkurencja.

Kryterium podziału	Typ ryzyka	Charakterystyka
Skutek	Czyste	Występuje, gdy jedyną alternatywą obecnego stanu jest wystąpienie szkody. Ryzyko to wynika z możliwości poniesienia strat w przyszłości, np. ryzyko pożaru.
	Spekulatywne	Charakteryzuje się tym, iż nieznane przyszłe zdarzenia mogą spowodować zarówno straty, jak i zyski. Ryzyko spekulatywne występuje w przypadku podejmowania nowych przedsięwzięć, nabywania zbywalnych papierów wartościowych, zaciągania kredytów walutowych.
Horyzont czasowy	Strategiczne	Jest ryzykiem długookresowym dotyczącym bytu jednostki organizacyjnej.
	Operacyjne	Jest ryzykiem krótkookresowym, odnoszącym się do bieżącego funkcjonowania podmiotu.
Zmienność otoczenia	Statyczne	Jest niezależne od działalności człowieka i związane z występowaniem sił natury, np. wybuchy wulkanów, burze, grad, wichury.
	Dynamiczne	Dotyczy wszelkich zmian typu technicznego, ekonomicznego lub organizacyjnego. Jest ono konsekwencją szeroko rozumianego postępu cywilizacyjnego.
Mierzalność skutków	Finansowe	Cechuje je mierzalność oraz możliwość bezpośredniego ustalenia jego wpływu na wynik finansowy.
	Pozafinansowe	Cechuje je trudność bezpośredniego uchwycenia i zmierzenia jego wpływu na wynik finansowy podmiotu gospodarczego.

Źródło: Buła (2015).

Obecnie w zarządzaniu ryzykiem dominuje podejście holistyczne, polegające na zarządzaniu ryzykiem zintegrowanym, w którym zakłada się, że nie można zarządzać oddzielnie poszczególnymi rodzajami lub obszarami ryzyka ze względu na istnienie ich wzajemnych powiązań (Klimczak, 2011). Podejście to nie zmniejsza jednak użyteczności klasyfikowania lub typologizowania ryzyka. Przydatna w tej pracy jest typologia ryzyka ze względu na poziomy lub obszary zarządzania, na podstawie której rozróżnia się ryzyko strategiczne, rozumiane jako zagrożenia i szanse związane z wyborem podstawowego kierunku działania firmy, od innych poziomów ryzyka, w tym: ryzyka operacyjnego (wypadki i błędy prowadzące do spadku jakości produktu, dodatkowych kosztów lub utraty dochodów, a także przestępstwa pracowników prowadzące do utraty aktywów); ryzyka finansowego (nieprzewidywalne zmiany przepływów pieniężnych lub wartości aktywów i zobowiązań

wynikające ze zmian cen rynkowych (np. akcji, stóp procentowych, kursów walutowych) czy kredytowego (niewywiązanie się kontrahentów z zawartych umów) (Klimczak, 2011).

Rozważania w niniejszej rozprawie dotyczą ryzyka strategicznego, które zostanie szerzej przedstawione w kolejnym podrozdziale.

1.2. Ryzyko strategiczne w przedsiębiorstwie

Ryzyko jest nieodłącznym składnikiem decyzji w zakresie wyboru strategii i często pojawia się jako element badań empirycznych opisywanych w literaturze z zakresu zarządzania strategicznego (Ruefli i in., 1999). Ryzyko na poziomie strategicznym jest zjawiskiem występującym na wyższych szczeblach zarządzania, związanym z realizacją misji przedsiębiorstwa, długoterminowych zadań inwestycyjnych (Jajuga, 2019) oraz planowaniem strategicznym (np. Drucker, 1972; D. Miller i in., 1982). Można je również określać mianem ryzyka przedsiębiorstwa na poziomie korporacyjnym, w analogii do terminu strategii korporacyjnych przedsiębiorstwa (Światowiec-Szczepańska, 2013). Decyzje strategiczne dotyczące tego, na jakie rynki wejść, co produkować i jak alokować zasoby mogą bowiem prowadzić do wyników odmiennych od oczekiwanych (Saini i Martin, 2009).

Termin „ryzyko strategiczne” został prawdopodobnie po raz pierwszy ukuty i zdefiniowany przez Roth'a w 1977 roku (Aivazian i Callen, 1983). Mimo swojego znaczenia, zagadnienie to nie zostało dostatecznie opisane w literaturze przedmiotu (Chockalingam i in., 2018). Nie istnieje również ujednoczona definicja ryzyka strategicznego. Wynika to prawdopodobnie z faktu, że nie istnieje także ogólnie przyjęta definicja samego pojęcia „strategia” (Chockalingam i in., 2018). Najogólniej jednak ujmując, ryzyko strategiczne oznacza nieosiągnięcie oczekiwanego wyniku strategicznego. Można je również zdefiniować jako ryzyko powstające w dążeniu do osiągnięcia celów strategicznych (Collins i Ruefli, 1996). W rzeczywistości, jeśli zachowanie przedsiębiorstwa oznacza realizację strategii, to ryzyko tego wdrożenia będzie strategiczne (D. Chen, 2020).

Ryzyko strategiczne obejmuje w badaniach naukowców różne komponenty. Słyszczki (2004) dzieli ryzyko strategiczne na ryzyko technologii, nowego produktu, klienta, marki, konkurencji, branży oraz stagnacji rynkowej, co oznacza, że ryzyko strategiczne ma zarówno źródła wewnętrzne, jak i zewnętrzne.

Przykłady definiowania ryzyka strategicznego zawarto w tabeli 5. Warto zauważyć, że wśród zaprezentowanych definicji ryzyka strategicznego występują zarówno te, które nawiązują do ryzyka negatywnego (Collins i Ruefli, 1992; Slywotzky i Drzik, 2005; Urbanowska-Sojkin, 2013; Cheng i in., 2018), jak i spekulatywnego (Klimczak, 2011; Jeong i Harrison, 2017).

Tabela 5. Wybrane definicje ryzyka strategicznego

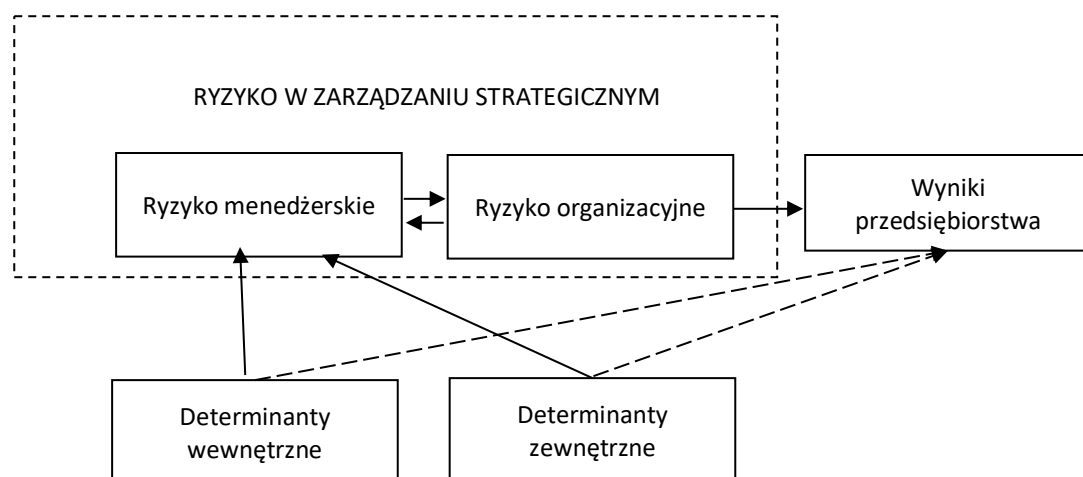
Artykuł	Definicja ryzyka strategicznego
Roth (1977)	Niepewność, która wynika z interakcji w grze graczy strategicznych.
Aivazian i Callen (1983)	Ryzyko związane z umiejętnościami negocjacyjnymi uczestników negocjacji i odpowiednimi zyskami z tego tytułu.
Baird i Thomas (1985)	Strategiczne posunięcia korporacyjne przynoszące zmienne zyski, które pociągają za sobą ucieczkę w nieznaną i które mogą doprowadzić przedsiębiorstwo do upadku.
Collins i Ruefli (1992)	Prawdopodobieństwo utraty pozycji przedsiębiorstwa w rankingu w odniesieniu do innych przedsiębiorstw.
Slywotzky i Drzik (2005)	Ryzyko wynikające z szeregu zewnętrznych zdarzeń i trendów, które mogą zniszczyć wzrost i wartość przedsiębiorstwa.
Klimczak (2011)	Zagrożenia i szanse związane z wyborem podstawowego kierunku działania przedsiębiorstwa.
Urbanowska-Sojkin (2013)	Możliwość nieosiągnięcia powodzenia przez przedsiębiorstwo w zakresie realizacji podstawowych dla jego egzystencji celów, warunkowane przez czynniki związane z potencjałem wewnętrznym przedsiębiorstwa oraz jego otoczeniem.
Jeong i Harrison (2017)	Stopień, w jakim podejmowanie decyzji strategicznych wiąże się z nieprzewidywalnością wyników obejmujących szkody lub straty.
Cheng, Humphreys i Zhang (2018)	Ryzyko, które stanowi zagrożenie dla pomyślnej realizacji zamierzonych strategii biznesowych.

Źródło: opracowanie własne.

Innym spostrzeżeniem z analizy przytoczonych definicji jest to, że część z nich odwołuje się wprost do przedsiębiorstwa (np. Baird i Thomas, 1985) jako podmiotu doświadczającego ryzyka, a część do samego decydenta, jakim jest menedżer - decydent (np. Jeong i Harrison, 2017). Świadczy to o pewnym dualistycznym traktowaniu ryzyka strategicznego, raz jako ryzyka organizacji, innym razem jako ryzyka menedżerskiego w zakresie decyzji o znaczeniu strategicznym dla przedsiębiorstwa. Te dwa podejścia mają istotne konsekwencje badawcze rzutujące na podmiot badań (menedżerowie lub przedsiębiorstwa), sposób pomiaru ryzyka strategicznego i wyniki badań.

W wielu przypadkach ryzyko przedsiębiorstwa jest stosowane jako miara ryzyka podejmowanego przez menedżerów (zob. Busenbark i in., 2016). Wydaje się jednak, że istotne jest rozróżnienie pomiędzy ryzykiem menedżerskim i organizacyjnym, chociażby w związku ze znalezieniem adekwatnych sposobów pomiaru odpowiednio definiowanego ryzyka strategicznego. Poza tym, rozróżnienie pomiędzy wyborami menedżerskimi obarczonymi ryzykiem a ryzykiem organizacji (przedsiębiorstwa) skłania do sformułowania pytania dotyczącego roli, jaką menedżerowie odgrywają w kształtowaniu ryzyka przedsiębiorstwa (Rumelt, 1991). Istotny jest również nurt badań dotyczący determinant ryzyka podejmowanego przez menedżerów na najwyższym szczeblu, mającym wpływ na wyniki organizacji.

Palmer i Wiseman (1999) utożsamili ryzyko strategiczne z ryzykiem menedżerskim i ustalili, że dopiero tak rozumiane ryzyko wpływa na ryzyko organizacji. Zastosowane w modelowaniu strukturalnym ryzyka zmienne: „ryzyko organizacyjne” i „ryzyko menedżerskie”, poddano ocenie trafności różnicowej (*discriminant validity*), która nie wykazała ich izomorficzności (Świątowiec-Szczepańska, 2012). Wyniki badań potwierdziły natomiast hipotezę, że ryzyko organizacyjne jest zdeterminowane przez ryzyko menedżerskie. Ich holistyczny model ryzyka zakłada bowiem, że czynniki organizacyjne i zewnętrzne wpływają na podejmowane ryzyko przez menedżerów, a ono z kolei wpływa na ryzyko organizacji (Palmer i Wiseman, 1999). Uproszczony model opisanych badań przedstawia Rysunek 1.



Rysunek 1. Model ryzyka w zarządzaniu strategicznym

Źródło: Świątowiec-Szczepańska (2012, s. 117).

Kluczowym problemem w badaniach ryzyka strategicznego jest stosowanie odpowiednich metod pomiaru ryzyka. McConnell (2012) twierdzi, że ryzyko strategiczne jest największym ryzykiem dla każdej firmy, a jego pomiar nie jest prosty. Wybory strategiczne i zachowania przedsiębiorstw lub inaczej ujmując – menedżerów, w obliczu ryzyka są trudne do przewidywania i nie poddają się jednoznacznym opisom (Witek-Crabb, 2013).

Ryzyko organizacyjne najczęściej jest definiowane jako niepewność strumienia przychodów przedsiębiorstwa (Bowman, 1984; Bromiley, 1991; Palmer i Wiseman, 1999). Analiza literatury wskazuje, że było ono najczęściej mierzone przy użyciu miar wariacji (zmienności przychodów) (np. Bettis i Mahajan, 1985; Cool, i in., 1989; K.D. Miller i Bromiley, 1990; Palmer i Wiseman, 1999; Olson, i in., 2018). Tak rozumiane ryzyko jest ważne dla zarządzania strategicznego, ponieważ zmienność przychodów może mieć negatywne konsekwencje zarówno dla przedsiębiorstwa jako całości (Amit i Wernerfelt, 1990), jak również dla jego menedżerów (K.D. Miller i Bromiley, 1990). Wdrożenie przez kadrę zarządzającą strategii redukujących ryzyko może z kolei skutkować zmianą ryzyka organizacyjnego (Bloom i Milkovich, 1998; Gómez-Mejía i Wiseman, 1997; Hoskisson i in., 1993).

Tradycyjnymi miarami ryzyka przedsiębiorstw (*corporate risk; within-firm risk*), stosowanymi w literaturze zarządzania strategicznego są także miary zaczerpnięte z finansów przedsiębiorstw. Najczęściej stosowane finansowe miary ryzyka to: kowariancja zysków giełdowych w postaci bety (β) (lub jej pochodnych) z modelu wyceny aktywów kapitałowych (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*)¹⁰, wtórne dane finansowe, zwykle w postaci wariacji wskaźników finansowych (np. ROA, ROE) oraz inne miary (np. wskaźnik Altmana, odchylenie standardowe prognozy wskaźnika zysku na akcje) (Ruefli i in., 1999; Jajuga i Jajuga, 2006). Wyszczególnienie tych miar zostało przedstawione w tabeli 6.

Warto zauważyć, że CAPM przewiduje pozytywny związek pomiędzy podejmowaniem ryzyka strategicznego a wynikami przedsiębiorstw. Zgodnie z tym modelem, inwestorzy powinni oceniać ryzyko zgodnie z oczekiwaną użytecznością, tak aby akcje o wyższym ryzyku systematycznym (tj. wyższe bety) przynosiły wyższe średnie zyski (Díez-Esteban i in., 2017). Mimo popularności modelu, nie można zapominać, że CAPM skonstruowano w oparciu o założenie dotyczące zachowań ludzi polegające na uniwersalnej skłonności do unikania ryzyka.

¹⁰ CAPM został stworzony w połowie lat 60. ubiegłego stulecia przez Williama Sharpe'a, Johna Lintnera, Jana Mossina i Jacka Treynora na gruncie teorii portfelowej. Innym modelem rynku kapitałowego, obok CAPM, jest powstały w 1976 r. model wyceny arbitrażowej APT (*Arbitrage Pricing Theory*) lub APM (*Arbitrage Pricing Model*), autorstwa Stephena Rossa. Jest on jednak znacznie rzadziej stosowany w praktyce (Jajuga i Jajuga, 2006).

Z tego względu jego przewidywania nie mają obecnie mocnych podstaw w świecie rzeczywistym (Díez-Esteban i in., 2017). Fama i French (2004) twierdzą, że słabe wyniki empiryczne modelu CAPM są dowodem na to, że jest on zwyczajnie błędny (*invalid*), a Fernandez (2015) określił go nawet mianem „absurdalnego”, ponieważ w jego specyfikacji nie uwzględniono kwestii ontologicznych. Z tego powodu już w latach 80. XX w. T.A. Marsh i Swanson (1984), a w latach 90., Ruefli i Wiggins (1994) oraz Ruefli, Collins i Lacugna (1999), zgłaszali konieczność poszukiwania innych, bardziej wiarygodnych miar ryzyka niż CAPM i inne miary oparte na wariancji. Opieranie pomiarów na wątpliwych metodach może prowadzić do artefaktów, a ich zbyt duża ilość – do braku możliwości porównywania wyników badań i jałowości rozważań teoretycznych (Światowiec-Szczepańska, 2015).

Tabela 6. Przykłady finansowych miar ryzyka przedsiębiorstwa w badaniach w zarządzaniu

Miara ryzyka	Przykładowe badania w zarządzaniu z zastosowaną miarą
CAPM	
Beta	Aaker i Jacobson (1987); K.D. Miller i Bromiley (1990); K.D. Miller i Reuer (1996); Reuer i Leiblein (2000)
Miernik Jensena (alfa)	Amit i Wernerfelt (1990)
Wariancja	
Wariancja ROE*	Bowman (1980); T.A. Marsh i Swanson (1984); Fiegenbaum i Thomas (1986); Fiegenbaum i Thomas (1988); Oviatt i Bauerschmidt (1991); Jegers (1991); Wiseman i Bromiley (1991)
Wariancja ROA**	Jemison (1987); Fiegenbaum (1990); Palmer i Wiseman (1999); Wiseman i Bromiley (1991)
Odch. standardowe ROE*	K.D. Miller i Bromiley (1990); Baucus, Golec i Cooper (1993); Gooding, Goel i Wiseman (1996)
Odch. standardowe ROA**	Cool, Dierickx i Jemison (1989); K.D. Miller i Bromiley (1990); Baucus, Golec i Cooper (1993); K.D. Miller i Reuer (1996); K.D. Miller i Leiblein (1996)
Odch. standardowe ROS***	Cool, Dierickx i Jemison (1989)
Inne miary	
Wskaźnik Altmana (z-score)	D'Aveni i Ilinitch (1992); K.D. Miller i Reuer (1996)
Odch. standardowe prognozy EPS ****	K.D. Miller i Bromiley (1990); Bromiley (1991); Wiseman i Bromiley (1996); Palmer i Wiseman (1999); Deephouse i Wiseman (2000)

*wskaźnik rentowności kapitału własnego (*Return on Equity*); **wskaźnik rentowności aktywów (*Return on Assets*); ***wskaźnik rentowności sprzedaży (*Return on Sales*); ****wskaźnik zysku na akcję (*Earnings Per Share*).
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bromiley i in. (2006).

Podejmowanie ryzyka menedżerskiego na szczeblu strategicznym jest kluczowym aspektem praktyki zarządczej i centralnym elementem badań zarządzania strategicznego (Pablo i in., 1996; Sitkin i Pablo, 1992). Oznacza dokonywanie przez menedżerów proaktywnych, strategicznych wyborów w zakresie alokacji zasobów przedsiębiorstwa – decyzji, które mają wysoce niepewne i nieprzewidywalne wyniki, jak również potencjał generowania dużych strat (Palmer i Wiseman, 1999; Lewellyn i Muller-Kahle, 2012; Kish-Gephart i Campbell, 2015; Díez-Esteban i in., 2017). Menedżerowie muszą podejmować ryzykowne decyzje, aby poprawić pozycję konkurencyjną i wyniki przedsiębiorstwa (Hoskisson i in., 2017). Konsekwencją tych decyzji w większości przypadków jest wprowadzenie zmiany, co jest powodem pojawienia się niepewności w przedsiębiorstwie (Palmer i Wiseman, 1999; Díez-Esteban i in., 2017).

Istnieje wiele ustaleń w literaturze wspierających przekonanie, że spośród kadry menedżerskiej to dyrektor generalny jest najbardziej wpływowym „aktorem” w przedsiębiorstwie i w jego sferze wpływu znajduje się ryzyko strategiczne, w tym ryzyko związane ze strumieniem przychodów (np. Child, 1972; Hambrick i Finkelstein, 1987; Daily i Johnson, 1997; Bigley i Wiersema, 2002; Chatterjee i Hambrick, 2007; Olson i in., 2018). Dyrektor generalny¹¹ ma wyraźną przewagę we wpływaniu na decyzje strategiczne i kierunek strategiczny w porównaniu z innymi menedżerami najwyższego szczebla, z racji autorytetu swojego stanowiska (Sitkin i Pablo, 1992; Bigley i Wiersema, 2002; Coleman, 2009; Gómez-Mejía i in., 2010; Wowak i Hambrick, 2010; Crossland i Hambrick, 2011; Lewellyn i Muller-Kahle, 2012; Quigley i Hambrick, 2015; Chittoor i in., 2019), a jego decyzje wpływają na zdolność przedsiębiorstwa do zaspokajania potrzeb różnych grup interesariuszy (Olson i in., 2018). Potwierdziły to również badania Reingolda i Borrusa (1997), w której 64% praktyków zarządzania wyraziło przekonanie, że o sukcesie lub porażce dużych przedsiębiorstw decydują w większości decyzje i działania dyrektora generalnego. Inne badania wskazują wprost na wpływ dyrektorów generalnych na wyniki firmy. Przykładowo, jedno z badań McKinsey & Company (2019) wykazało, że dyrektor generalny (CEO) ma wpływ na 45% wyników firmy.

¹¹ W pracy na określenie menedżera najwyższego szczebla będzie używany termin „dyrektor generalny”, rozumiany jako najwyższe stanowisko kierownicze w firmie, odpowiedzialne za podejmowanie najważniejszych decyzji korporacyjnych, zarządzanie ogólnymi operacjami i zasobami firmy, działanie jako główny punkt komunikacji między zarządem a operacjami korporacyjnymi (np. corocznie składa swój podpis pod listem do akcjonariuszy). Dyrektor generalny jest wybierany przez zarząd i akcjonariuszy. Podlega on przewodniczącemu i radzie, którzy są mianowani przez akcjonariuszy. Jego odpowiednikiem w literaturze anglojęzycznej jest CEO, czyli *chief executive officer*.

Inne badanie pokazuje, że dyrektorzy generalni mają znacznie mniejszy wpływ, zaledwie 15% wariacji rentowności firmy (Nohria i in., 2003). Bez względu na różnice w podobnych badaniach, wpływ dyrektorów generalnych w kształtowaniu ryzyka i wyników przedsiębiorstwa wydaje się być bezsprzeczny. Dlatego zrozumienie okoliczności poprzedzających wybory głównych decydentów obciążone ryzykiem, jest kluczowym aspektem w określeniu wymaganego przez interesariuszy poziomu ryzyka przedsiębiorstwa.

Rolę, jaką menedżerowie najwyższego szczebla odgrywają w wynikach firm badano w literaturze w ramach dwóch głównych nurtów (Gómez-Mejía i in., 2010; Gómez-Mejía i Wiseman, 1997). Pierwszy z nich wywodzi się z teorii organizacji (*organization theory*) i zakłada, że na ryzyko organizacyjne, wyrażone najczęściej przez miary zmienności wyników przedsiębiorstwa, wpływa zarówno podejmowane ryzyko menedżerskie, tj. wybory strategiczne dyrektorów generalnych, jak i czynniki sytuacyjne, pozostające poza ich kontrolą (np. Palmer i Wiseman, 1999; Hannan i Freeman, 1977; Child, 1972). Ponadto, zgodnie z tym podejściem, wpływ działań dyrektorów generalnych na wyniki przedsiębiorstwa staje się z czasem coraz silniejszy. W krótkim okresie ich wkład w wyniki przedsiębiorstwa jest bowiem zdominowany przez czynniki zewnętrzne, podczas gdy dłuższy okres pozostawia większe pole manewru na podejmowanie świadomych decyzji strategicznych (np. Gamache i McNamara, 2019; Nadkarni i Chen, 2014; Hambrick i Finkelstein, 1987; Lieberman i O'Connor, 1972).

Drugi strumień badań koncentruje się na konkretnych menedżerskich decyzjach inwestycyjnych, obarczonych określonym ryzykiem organizacyjnym i wpływającym na wyniki przedsiębiorstwa. Szereg działań przedsiębiorstwa o niepewnych konsekwencjach, będących wynikiem decyzji dyrektora generalnego, uznaje się w literaturze za miary podejmowanego ryzyka menedżerskiego i organizacyjnego (zob. Hoskisson i in., 2017). Strategiczne decyzje inwestycyjne oznaczają w tym przypadku sposób, w jaki dyrektor generalny wykorzystuje zasoby przedsiębiorstwa do przyszłego rozwoju. Są one zwykle związane z określonym horyzontem czasowym, ograniczonym do okresu zatrudnienia. Dotyczy to podejmowania przez dyrektorów decyzji o poniesieniu nakładów inwestycyjnych (CAPEX), wydatkach na badania i rozwój (B+R) oraz zaciągnięciu zobowiązań długoterminowych (np. Chava i Purnanandam, 2010; Sanders i Hambrick, 2007; Larraza-Kintana i in., 2007).

Na wyniki przedsiębiorstwa wpływają również fuzje i przejęcia (M&A) będące rezultatem decyzji strategicznych o wysokim ryzyku (Devers i in., 2008; Hoskisson i in., 2017), co potwierdzono w literaturze w ramach różnych podejść badawczych, w tym w teorii

perspektywy (Matta i Beamish, 2008; Park, 2003) oraz w behawioralnej teorii firmy (Audia i Greve, 2006; Greve, 2008, 2011; Iyer i Miller, 2008; J.Y. Kim i in., 2015). Niektóre badania ustaliły nawet, że dyrektorzy generalni mogą odnosić z nich korzyści, niezależnie od faktycznych wyników przejęcia dla przedsiębiorstwa (np. Guest, 2009; Santalo i Becerra, 2008; Wright i in., 2002; Baysinger i Hoskisson, 1990). Zarówno decyzje dotyczące fuzji i przejęć, jak i decyzje inwestycyjne w zakresie BiR zostały w literaturze wykorzystane w charakterze zmiennych (*proxies*) odzwierciedlających podejmowane ryzyko strategiczne przez dyrektora generalnego (Martin i in., 2016a; Lewellyn i Muller-Kahle, 2012).

Menedżerowie mogą popełnić błąd, podejmując nadmierne ryzyko (błąd typu I) lub niewystarczające ryzyko (błąd typu II). W literaturze zarządzania proponuje się, najogólniej ujmując, dwa rodzaje recept na modyfikację podejmowania ryzyka organizacyjnego – z punktu widzenia teorii agencji (*Agency Theory* - AT) oraz z punktu widzenia behawioralnych teorii decyzji. Teoria agencji wskazuje na wykorzystanie systemów monitorowania i wynagradzania w celu dostosowania ryzyka menedżerskiego do interesów akcjonariuszy. Behawioralne teorie decyzji zachęcają do edukowania menedżerów i wprowadzania procesów decyzyjnych mających na celu ograniczenie zidentyfikowanych empirycznie uprzedzeń prowadzących do podejmowania złych decyzji w zakresie podejmowanego ryzyka (K.D. Miller i Chen, 2004). Ten nurt wskazuje na rolę indywidualnych zachowań decydentów w sytuacjach obarczonych ryzykiem.

Jednocześnie koncentracja na menedżerze jako głównym podmiocie wpływającym na ryzyko strategiczne oznacza poszukiwanie miar ryzyka z perspektywy osoby decydenta. Podejście to otworzyło szeroko drzwi na psychologiczne teorie podejmowania decyzji, które wnikliwie badają determinanty postrzeganego, ponoszonego i podejmowanego ryzyka przez decydentów, w tym przypadków menedżerów na najwyższym szczeblu zarządzania. Przybliżoną miarą podejmowanego ryzyka menedżerskiego najczęściej stały się nakłady/wydatki będące konsekwencją określonych decyzji strategicznych, narażone lub generujące potencjalne straty. Dużo większy nacisk teorie behawioralne i psychologiczne kładą na sam proces podejmowania decyzji uwarunkowanych indywidualnie i sytuacyjnie. Problem ten zostanie przedstawiony w kolejnym rozdziale tej pracy.

Należy zatem poszukiwać nie tyle popularnych, co skutecznych sposobów pomiaru ryzyka strategicznego, takich jak np. niefinansowe miary postrzeganego ryzyka menedżerskiego, odwołujące się do siły wpływu określonych negatywnych zdarzeń lub konsekwencji decyzji

menedżerskich (Światowiec-Szczepańska, 2015). Tego typu badania są wskaźnikami postępu w opracowywaniu miar ryzyka, dotyczących roli menedżerów w generowaniu wyższych wyników dla zarządzanych przez nich przedsiębiorstw (Ruefli i in., 1999).

W związku ze wskazanym dualnym podejściem do badań ryzyka strategicznego przedsiębiorstw, które okazują się przenikać i często uzupełniać, za zasadne wydaje się połączenie problemu ryzyka strategicznego na poziomie organizacji z problemem ryzyka strategicznego na poziomie menedżera.

Analiza badań w zakresie ryzyka strategicznego pozwala także na wysunięcie refleksji, że metoda pomiaru ryzyka strategicznego może być często ważniejsza od konceptualizacji samego ryzyka. Jednym z podstawowych źródeł problemów w tym obszarze jest dychotomia uznawania ryzyka strategicznego za jedynie negatywne, odpowiadające podejściu behawioralnemu w teorii firmy lub uznawaniu go za kategorię spekulatywną, obejmującą zarówno negatywne, jak i pozytywne wymiary ryzyka. W tym drugim przypadku, zgodnie z finansową teorią ryzyka, ryzyko strategiczne odnosi się do niepewności strumienia dochodów wyrażonej w wahaniach plus/minus. Pierwsza kategoria ryzyka znajduje natomiast odzwierciedlenie w miarach, które dotyczą wyłącznie negatywnych objawów wyników działalności gospodarczej (upadłość, straty finansowe itp.). W zależności od stosowanego podejścia i metody pomiaru wyniki badań w zakresie ryzyka strategicznego mogą być całkowicie różne i nie podlegać łatwym porównaniom.

1.3. Badania wpływu ryzyka strategicznego na wyniki przedsiębiorstw

Wpływ ryzyka strategicznego na wyniki przedsiębiorstw jest istotnym przedmiotem badań w zarządzaniu i ekonomii finansowej od wielu lat. Wczesnym wkładem w tym zakresie są prace Cyerta i Marcha (1963) oraz Bowmana (1980, 1982). Jak wyżej wskazano, badania takie napotykają na metodologiczne problemy, przede wszystkim w postaci różnego rozumienia ryzyka strategicznego, trudności pomiarowych, czy także dodatkowo, odmiennego horyzontu czasowego pomiarów (Światowiec-Szczepańska, 2015). Z tego względu, charakter relacji między ryzykiem strategicznym a wynikami przedsiębiorstwa wciąż pozostaje nierozstrzygniętym problemem w literaturze. Część badań empirycznych wykazuje pozytywny wpływ ryzyka na wyniki, a część negatywny (albo brak korelacji, zob. Światowiec-Szczepańska, 2015).

Istnienie negatywnego związku między ryzykiem a wynikiem przedsiębiorstw jako pierwszy stwierdził E.H. Bowman, na początku lat 80. ubiegłego stulecia. Przeanalizował on relację pomiędzy stopą zwrotu przedsiębiorstwa, mierzoną jako zysk z kapitału własnego (ROE) a ryzykiem, mierzonym jako wariancja ROE, dla 85 branż przemysłowych w Stanach Zjednoczonych. Autor ten doszedł do wniosku, że przedsiębiorstwa osiągające wyniki powyżej średniej stopy zwrotu podejmują mniejsze ryzyko, a przedsiębiorstwa osiągające wyniki poniżej średniej stopy zwrotu podejmują większe ryzyko. Negatywna relacja między ryzykiem a wynikami, odkryta przez Bowmana, w literaturze nosi nazwę „paradoksu Bowmana” (zob. np. Fiegenbaum i Thomas, 2004; Brick i in., 2015). Wykazany przez Bowmana negatywny związek między ryzykiem a wynikiem był nieoczekiwany i wbrew pozytywnym konotacjom związanym z podejmowaniem ryzyka (Jeong i Harrison, 2017), zwłaszcza z perspektywy ekonomii finansowej (Sharp, 1964). Pozytywna zależność między ryzykiem a wynikiem jest bowiem fundamentalnym założeniem teorii finansów (Fletcher, 2000), w tym wspomnianego wcześniej modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) (Andersen i in., 2007) oraz teorii wyceny arbitrażu (APT) (Chou i in., 2009).

W wielu badaniach, w których stwierdzono bezpośredni i pozytywny związek między ryzykiem a zyskiem z kapitału, jako miarę ryzyka wykorzystano ryzyko giełdowe (tzn. betę) (Díez-Esteban i in., 2017). Jak wykazała analiza literatury finansowej przeprowadzona przez Nickela i Rodrigueza (2002), obejmująca okres do publikacji Famy i French (1992), większość badań wykazywała pozytywny związek ryzyka i wyników, zgodnie z postulatem modelu CAPM. Po tym okresie pojawił się nowy strumień badań w ekonomii finansowej, znany jako "śmierć bety" (Clare i in., 1998; Grundy i Malkiel, 1996), których wyniki wykazywały niespójne wyniki, tj. dodatnią, ujemną korelację lub brak korelacji pomiędzy zyskiem a betą (np. Fletcher, 2000; Hodoshima i in., 2000; Wang, 2000). Jest to zatem kolejny argument przemawiający przeciwko przydatności tej miary do pomiaru ryzyka strategicznego, jakkolwiek nadal istotnej dla inwestorów (Conrad i Plotkin, 1968; Coonter i Holland, 1970; Deephouse i Wiseman, 2000).

W takich okolicznościach wyniki Bowmana wzbudzały zrozumiałe zainteresowanie i zainicjowały nowy nurt badań dotyczący relacji ryzyka i wyników, dostarczających różnych wyjaśnień dla paradoksu (Santacruz, 2020). Kompleksowe przeglądy literatury z tego zakresu zaprezentowali Bromiley, Miller i Rau (2001); Nickel i Rodriguez (2002); Andersen, Denrell i Bettis (2007) czy Brick i in. (2015). Istotne przy tym jest, że w ramach kilkudziesięciu lat przedstawiono wyniki, zarówno potwierdzające istnienie paradoksu Bowmana, jak i mu

zaprzeczające. Przykładowe badania potwierdzające oraz zaprzeczające negatywnemu związkowi ryzyka i wyników zostały przedstawione w tabeli 7.

Wyniki części wskazanych badań odnoszą się do teorii, zastosowanych jako wyjaśnienie związku, w tym m.in. do teorii perspektywy (*Prospect Theory* - PT) i behawioralnej teorii firmy (*Behavioral Theory of the Firm* - BTF).

Tabela 7. Przykłady wczesnych badań potwierdzających i zaprzeczających istnieniu paradoksu Bowmana

Lp.	Publikacje	Zmienne		Wyniki
		Wynik	Ryzyko	
<i>Potwierdzenie paradoksu Bowmana</i>				
1.	Bowman (1982)	ROE	(analiza treści)	Związek negatywny dla firm, nieistotny dla branż
2.	Bowman (1984)	ROE	(analiza treści)	Brak wpływu ryzyka na przyszłe wyniki. Negatywny wpływ wyników na przyszłe ryzyko. Znaczące poparcie dla teorii perspektywy.
3.	Fiegenbaum i Thomas (1988)	ROE	wariancja ROE	Pozytywny dla firm powyżej celu; ujemny dla firm poniżej celu. Znaczące poparcie dla teorii perspektywy.
4.	Chang i Thomas (1989)	ROA	wariancja ROA	Zaobserwowano związek ryzyka i przychodu. Znaczące poparcie dla teorii perspektywy.
5.	Fiegenbaum (1990)	ROA	Zmienność ROA	Pozytywny dla firm powyżej celu; ujemny dla firm poniżej celu. Znaczące poparcie dla teorii perspektywy.
<i>Zaprzeczenie paradoksu Bowmana</i>				
1.	T.A. Marsh i Swanson (1984)	ROE	wariancja przekształconego ROE	Obydwa związki (negatywny i pozytywny), ale większość z nich nie jest znacząca.
2.	Fiegenbaum i Thomas (1985)	ROE	wariancja ROE	Negatywny w latach 70. i pozytywny w latach 60.
3.	Fiegenbaum i Thomas (1986)	ROE	Wariancja ROE i CAPM beta	Negatywny w latach 70. i pozytywny w latach 60., nieistotny w przypadku rynkowych miar ryzyka.
4.	Aaker i Jacobson (1987)	ROI	Ryzyko systematyczne i niesystematyczne	Pozytywna korelacja między ryzykiem a zwrotem z inwestycji.
5.	Wiseman i Bromiley (1991)	ROE i ROA	Warianty ROE i ROA oraz suma błędów kwadratowych z linii trendu	Brak różnicy między obiema miarami ryzyka.

Źródło: opracowanie własne.

Mimo, że od czasu zaobserwowania przez Bowmana (1980) negatywnej korelacji ryzyko-wyniki minęło już wiele lat, nadal nie ma ogólnej zgody co do źródła tego zjawiska. Sam Bowman (1980, 1982) zaproponował dwa różne sposoby wyjaśnienia tego paradoksu. Pierwszy, to taki, że sprawni menedżerowie mogą jednocześnie zwiększyć zysk i zmniejszyć ryzyko, podejmując optymalne decyzje dotyczące wyboru właściwego otoczenia/branży, właściwej strategii i właściwych procedur wdrożeniowych. Drugi sposób wyjaśnienia opierał się na twierdzeniu, że menedżerowie różnią się na gruncie skłonności do podejmowania ryzyka – mianowicie, nie zawsze są awersyjni do ryzyka, a w pewnych kontekstach mogą być poszukującymi ryzyka.

Autorzy późniejszych badań wzmacniali lub uzupełniali powyższe wyjaśnienia. Można je sprowadzić do kilku najważniejszych. Pierwszym uzasadnieniem istnienia paradoksu Bowmana jest teoria uwarunkowań sytuacyjnych (*Contingency Theory* - CT), zgodnie z którą zachowania decydentów w organizacji zależą od konkretnej sytuacji uwarunkowanej niepowtarzalnymi (lub nieprzewidywanymi) zdarzeniami (*contingencies*) (Andersen i in., 2007).

Inne wyjaśnienie znaleziono w teorii perspektywy, przełomowej w obecnym rozwoju teorii podejmowania decyzji w naukach ekonomicznych. Główne rezultaty badań w publikacjach Fiegenbaum i Thomas (1986, 1988); Fiegenbaum (1990); Bromiley (1991) oraz Jegers (1991) zasadniczo potwierdzały istnienie negatywnego związku między ryzykiem a wynikiem, a ich wspólnym wyjaśnieniem była właśnie teoria perspektywy Kahnemana i Tversky'ego (1979), opierająca się na dwóch fundamentalnych ideach: że istnieją ramy odniesienia (*framing*)¹² oraz że strata jest odbierana silniej niż zysk o takiej samej wartości. Na skłonność decydentów do ryzyka wpływają zatem sytuacyjne ramy odniesienia (Fiegenbaum i Thomas, 2004; Brick i in., 2015). Aby to wykazać, badacze zastosowali do oszacowania związków między ryzykiem i wynikiem punkt odniesienia, oznaczający docelowy wynik przedsiębiorstwa (Fiegenbaum i Thomas, 2004). Jak wykazano, decydenci wykazują awersję do ryzyka, gdy perspektywa jest pozytywna (tzn. przedsiębiorstwo oczekuje zysku), a poszukują ryzyka, gdy perspektywa jest

¹² Angielskie pojęcie *frame* i *framing effects* są różnie tłumaczone w polskiej literaturze, m.in. jako „framing”, „efekty framingu”, „ramy interpretacyjne” (takie określenie zastosowano w polskim tłumaczeniu książki D. Kahnemana, *Pułapki myślenia...* (Kahneman, 2012)). W tej pracy starano się używać określeń „framing” lub „ramy odniesienia”. Teoria perspektywy jest psychologiczną teorią obalającą założenie, że ludzie są uniwersalnie racjonalnymi, maksymalizującymi użyteczność decydentami. Zamiast tego skupia się ona na tym, jak decyzje są uwarunkowane określonymi punktami odniesienia (*framed*) (Perryman i in., 2016).

negatywna (tzn. oczekiwane są straty przedsiębiorstwa)¹³ (Andersen i in., 2007). Fiegenbaum i Thomas (1988) oraz Fiegenbaum (1990) empirycznie ustalili, że: (1) istnieje negatywny związek między ryzykiem a stopą zwrotu w przypadku przedsiębiorstw osiągających zyski poniżej docelowych punktów odniesienia w danej branży (tzw. przedsiębiorstw w trudnej sytuacji); (2) istnieje pozytywny związek w przypadku przedsiębiorstw osiągających zyski powyżej tego punktu odniesienia oraz (3) *trade off* poniżej punktu odniesienia jest na ogół bardziej stromy (*steeper*) niż ten powyżej punktu odniesienia (przy współczynniku nachylenia wynoszącym 3:1) (Chou i in., 2009). Podsumowując, związek między ryzykiem a stopą zwrotu jest pozytywny w przypadku przedsiębiorstw, które wygrywają, a negatywny w przypadku przedsiębiorstw, które przegrywają pod względem osiągniętych wyników (Holder, Petkevich i Moore, 2016).

Wyjaśnianie paradoksu Bowmana rozszerzono także o inne czynniki, w tym np. o cykl życia sektora i cykl życia organizacji (Światowiec-Szczepańska, 2015). Bettis i Mahajan (1985) odkryli wpływ sektora na profile ryzyka i rentowności. W branżach, w których występuje intensywna rywalizacja między uczestnikami i konkurencyjne środowisko, podejmowanie decyzji dotyczących ryzyka wiąże się z negatywnym związkiem między ryzykiem a stopą zwrotu (Cool i in., 1989). Stwierdzono również, że na decydentów wpływ miało postrzegane przez nich ryzyko środowiskowe i zdolność organizacji do radzenia sobie z nim (McNamara i Bromiley, 1999).

Kolejnym uzasadnieniem paradoksu Bowmana w literaturze jest model strategicznych zachowań organizacji (*model of strategic conduct*). Wskazuje on, że negatywny związek ryzyka i wyniku jest rezultatem dobrych lub złych praktyk w zarządzaniu strategicznym (np. Andersen i in., 2007; K.D. Miller i Chen, 2004; Fiegenbaum i Thomas, 2004; Bromiley i Rau, 2010; Hutchinson i in., 2015). Chociaż wyjaśnienie to także odnosi się do podejmowania decyzji na szczeblu menedżerskim, różni się od wyżej wspomianej teorii uwarunkowań sytuacyjnych (Santacruz, 2020). W podejściu tym zakłada się bowiem, że to określone praktyki zarządcze i wynikająca z tego heterogeniczność przedsiębiorstw pod względem zdolności zarządzania strategicznego wpływają na odwrotną zależność ryzyko-wyniki, a nie sytuacyjne uwarunkowania (Andersen i in., 2007).

¹³ Istnieją jednak pewne wątpliwości dotyczące zastosowania teorii perspektywy do kontekstów organizacyjnych ze względu na założenia wyjaśniające zachowania indywidualne (Bromiley i Rau, 2010). Teoria perspektywy jest szerzej opisana w rozdziale 2.

Trzecim potencjalnym uzasadnieniem paradoksu Bowmana jest występowanie artefaktów statystycznych (*statistical artifacts*), a w konsekwencji – nieokreśloność relacji ryzyko-wyniki (Światowiec-Szczyńska, 2015). Artefakty te można dalej podzielić na słabości analizy statystycznej oraz błędną specyfikację zmiennych (*misspecification of variables*) (Santacruz, 2020). Ruefli (1990, 1991) wprost stwierdził, że paradoks Bowmana jest statystycznym artefaktem wynikającym z błędnego wyboru miernika księgowego dla ryzyka. Późniejsze badania Henkel (2003, 2009) wykazały, że występowanie paradoksu można przypisać skośności wyników (*returns skewness*), które z kolei mogą być wywołane przez zjawisko zarządzania zyskami (*earnings management*)¹⁴. Próby badawcze, w których miary księgowe są skośne (*skewed*) w kierunku ujemnych zwrotów, prowadzą do fałszywych efektów negatywnych (*spurious effects*) korelacji ryzyko - zwrot (Henkel, 2009). Podobnie Denrell (2004) wykazał, że heterogeniczność pod względem skłonności do ryzyka (*risk propensity*), jak również autokorelacja w szeregach czasowych wyników przedsiębiorstwa mogą prowadzić do błędnych związków pomiędzy ryzykiem a wynikiem.

Z kolei, Oviatt i Bauerschmidt (1991), Wiseman i Bromiley (1991) oraz Baucus i in., (1993) sugerują, że źródłem paradoksu Bowmana są błędnie określone modele statystyczne. Oviatt i Bauerschmidt (1991) wskazują na równoczesne relacje (*simultaneous relationships*), gdzie wynik, ryzyko i dług są określone endogenicznie. Baucus i in. (1993) twierdzą, że w badaniach paradoksu, ROE był błędnie zdefiniowany jako stosunek dochodu netto do kapitału własnego na koniec okresu (EOP), a nie zgodnie z definicją zysków finansowych – do kapitału własnego na początek okresu (BOP). Przywrócenie tej definicji odwraca paradoks (Brick i in., 2015).

Podsumowując, paradoks Bowmana wpłynął na zainteresowanie autorów behawioralną teorią firmy (Cyert i March, 1963) i związanymi z nią poznawczymi modelami podejmowania ryzyka. Do wyjaśnienia paradoksu wprowadzono takie zmienne organizacyjne, jak: cele, poziomy aspiracji, oczekiwania, wielkość firmy, jak również modelowanie poznawcze decydentów (*cognitive modelling of decision-makers*) (Fiegenbaum i Thomas, 2004). Zgodnie z teorią behawioralną firmy, słabe wyniki przedsiębiorstwa wydają się zwiększać podejmowane przez menedżera ryzyko. Z drugiej strony, podejmowanie wyższego ryzyka skutkuje słabymi wynikami, co sugeruje wpadanie przedsiębiorstwa w błędne koło (Bromiley,

¹⁴ Zarządzanie zyskami (*earnings management*) odnosi się do celowego wykorzystania technik księgowych przez firmę, aby jej sprawozdania finansowe wyglądały lepiej. Może mieć to miejsce, gdy firma czuje się naciskana do manipulowania zyskami w celu osiągnięcia wcześniej ustalonego celu (investopedia.com).

1991). W wyjaśnienie relacji ryzyko-wyniki, do modeli opartych na behawioralnej teorii firmy włączano także teorię agencji i teorię kontraktów nieformalnych (*implicit contract theory* - ICT) (Deephouse i Wiseman, 2000; Santacruz, 2020). Ten strumień badań zazwyczaj opowiada się za kluczowym znaczeniem decyzji menedżerskich w kształtowaniu ryzyka przedsiębiorstwa (Palmer i Wiseman, 1999).

Wskazane powyższe rozważania wskazują jednoznacznie, że aby zapewnić ciągłość i porównywalność badań, a tym samym rozwój teorii ryzyka strategicznego w przedsiębiorstwie, niezbędne są właściwa operacjonalizacja i pomiar obydwu kategorii, tj. ryzyka strategicznego i wyników przedsiębiorstw. Rozwój właściwych narzędzi pomiarowych i uzyskanie w tym zakresie konsensusu są kluczowe, aby możliwe stało się odpowiednie zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie i efektywna implementacja strategii ukierunkowanej na kreowanie wartości przedsiębiorstwa.

1.4. Strategiczne ryzyko menedżerskie w badaniach bibliometrycznych

Wielość i różnorodność definicji ryzyka, ryzyka strategicznego oraz menedżerskiego, jak również ich miar i podstaw teoretycznych, wpłynął na rozwój fragmentarycznych strumieni badawczych (Briner i Denyer, 2012). Stanowi to istotną przesłankę do przeprowadzenia systematycznego przeglądu literatury, identyfikacji nurtów badawczych w analizowanym obszarze (Aria i Cuccurullo, 2017) i w konsekwencji, umiejscowienia problemu strategicznego ryzyka menedżerskiego, głównego przedmiotu tej rozprawy, w dotychczasowej teorii i dorobku naukowym. Ustrukturyzowany przegląd literatury, a zwłaszcza jego typ, jakim są badania bibliometryczne, jest kluczową metodą wykorzystywaną do radzenia sobie z różnorodnością wiedzy dla konkretnego problemu badawczego (Tranfield i in., 2003). Główną przewagą analizy bibliometrycznej nad innymi technikami przeglądowymi jest jej obiektywizm (Aria i Cuccurullo, 2017). Zwraca bowiem ona uwagę na najbardziej wpływowe prace i mapuje pole badawcze bez subiektywnej stronniczości (Zupic i Čater, 2015).

Celem przeprowadzonych badań bibliometrycznych jest uzyskanie swoistej mapy i oceny istniejącego dorobku oraz usytuowanie na jego tle zakresu prowadzonych przez autora badań

(por. Tranfield i in., 2003)¹⁵. W przeprowadzonych badaniach bibliometrycznych zastosowano model pracy Zupica i Čatera (2015), składający się z pięciu etapów: (1) projektowanie badania, (2) zbieranie danych, (3) analiza danych, (4) wizualizacja danych oraz (5) interpretacja wyników. Na etapie projektowania (1) zdefiniowano pytania badawcze oraz dokonano doboru metod bibliometrycznych odpowiednich do udzielenia na nie odpowiedzi¹⁶.

Zbieranie danych - źródeł literatury - zostało rozpoczęte od szerokiego zbioru, który w kolejnych etapach był stopniowo redukowany. W przeprowadzonym przeglądzie przyjęto model postępowania według grupy PRISMA¹⁷, przedstawiony na rysunku 2 (Moher i in., 2009). Najogólniej ujmując, jego ideą jest iteracyjny cykl definiowania odpowiednich słów kluczowych, przeszukiwania literatury i zakończenie analizy w postaci określenia docelowej próby źródeł bibliograficznych do dalszej analizy jakościowej (Fahimnia i in., 2015). Podstawę stanowił zbiór danych bibliograficznych z bazy *Web of Science*, obejmującej artykuły o tematyce strategicznego lub menedżerskiego podejmowania ryzyka, opublikowane w najbardziej renomowanych czasopismach międzynarodowych, w przedziale czasowym 39 lat (1980-2019). Wyszukiwanie zostało przeprowadzone w grudniu 2020 r. W badaniach wykorzystano dwa kluczowe terminy: (1) "strategic risk*" oraz (2) "managerial risk*")¹⁸. W załączniku 1 do pracy zamieszczono tabelę, przedstawiającą szczegółowy proces wyszukiwania słów kluczowych przy użyciu operatorów Boole'owskich¹⁹.

¹⁵ Zgodnie z wiedzą autora, nie został dotąd opublikowany bibliometryczny przegląd literatury zagadnienia ryzyka strategicznego. Publikacja Cooper i Faseruk (2011) jest jedynie metaanalizą wyników pięciu badań, a więc nie jest to wyczerpujący przegląd literatury przedmiotu.

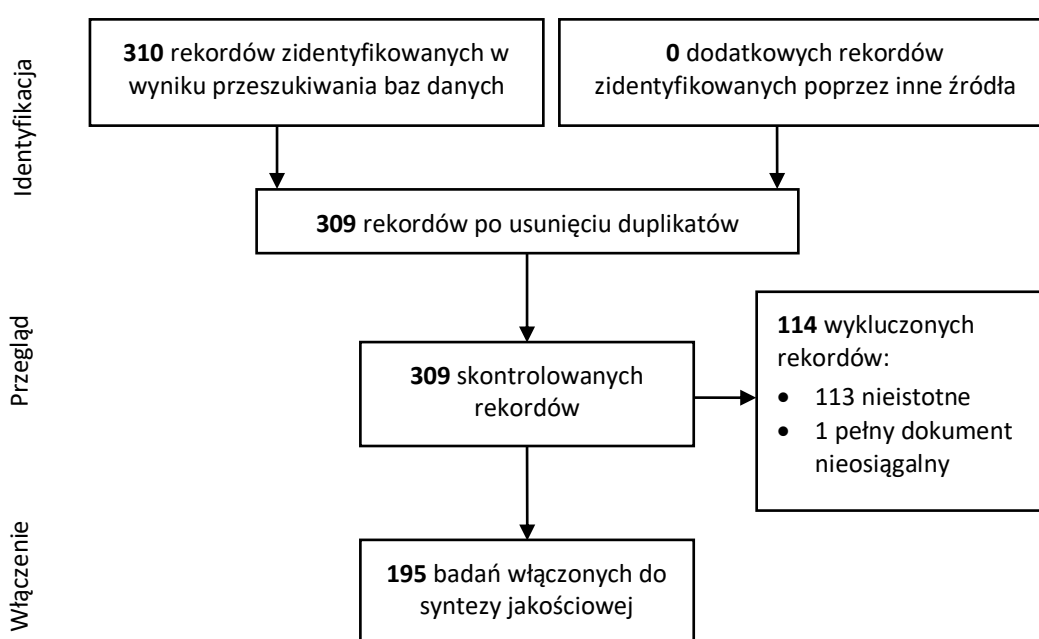
¹⁶ Generalnie wyróżnia się pięć głównych metod analizy bibliometrycznej: analizę cytowań, analizę współcytowań, sprzężenie bibliograficzne, analizę współstów oraz analizę współautorów (Zupic i Čater, 2015). Analiza cytowań jest zwykle prowadzona w formie top list najbardziej wpływowych autorów, czasopism, artykułów, instytucji itp. Może ona dostarczyć informacji o wpływie, ale nie jest w stanie zidentyfikować sieci relacji (Usdiken i Pasadeos, 1995). Sieci powiązań mogą być zidentyfikowane za pomocą analizy współcytowań i sprzężenia bibliograficznego. Obie te metody zakładają, że relacje odzwierciedlają tekstowe podobieństwa między publikacjami, ale służą różnym celom. Współcytowanie koncentruje się na cytowaniach prac, a zatem może być wykorzystane do mapowania intelektualnych fundamentów danej dziedziny. Sprzężenie bibliograficzne skupia się na bibliografiach, a zatem może być wykorzystane do mapowania aktualnych frontów badawczych (lub "klastrow"), odsłaniając przyszłe trendy badawcze (Jarneving, 2005). Wyniki analizy sprzężeń bibliograficznych są statyczne w czasie, podczas gdy wyniki analizy współcytowań nie są, ze względu na występowanie zmian w zestawach cytowań poszczególnych prac (Vogel i Güttel, 2013).

¹⁷ Pierwotnie schemat ten został zaprojektowany w celu usprawnienia systematycznych przeglądów literatury i metaanaliz w medycynie, ale może być zaimplementowany również do analiz bibliometrycznych w różnych dyscyplinach (Moher, Liberati, Tetzlaff, Altman i The PRISMA Group, 2009).

¹⁸ Użycie gwiazdek odnosi się do różnych skrótów tych terminów, ich liczby mnogiej oraz różnych sposobów pisowni, z których wynika największa liczba publikacji.

¹⁹ Wyszukiwanie boolowskie opiera się na zdefiniowanej logice, w której występują trzy podstawowe operatory: AND, OR, NOT, a zmienne mogą przyjmować tylko wartość 0 lub 1.

W wyniku wyszukiwania otrzymano bazę danych zawierającą 409 publikacji związanych z "ryzykiem strategicznym" oraz 212 publikacji związanych z "ryzykiem menedżerskim", co po zastosowaniu operatora boole'owskiego "OR", dało w sumie 621 publikacji. Wyniki zostały następnie przefiltrowane według języka (tylko artykuły w języku angielskim²⁰), rodzaju źródła (tylko artykuły opublikowane i wczesnego dostępu) oraz kategorii *Web of Science* (zawężenie poszukiwań do kategorii związanych z ekonomią, zarządzaniem/biznesem i finansami). W rezultacie otrzymano 309 publikacji. Pobranie tej puli danych stanowiło zakończenie etapu 2 badań bibilometrycznych polegającego na zbieraniu danych.



Rysunek 2. Proces selekcji publikacji w badaniach bibliometrycznych

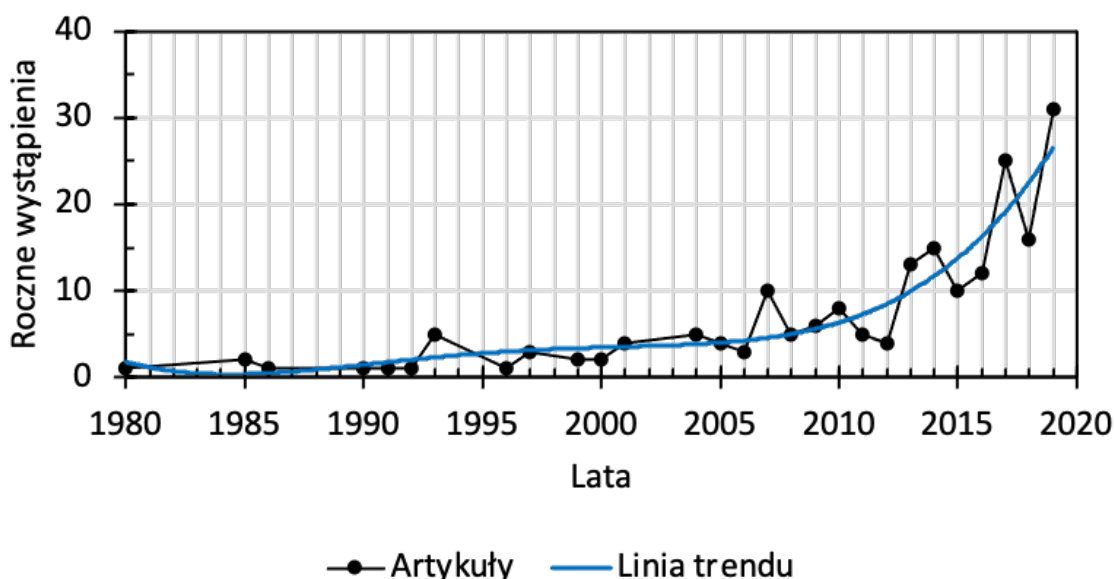
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Moher i in. (2009).

Kolejnym etapem badań bibliometrycznych była analiza danych. Pierwszym krokiem było sprawdzenie publikacji pod kątem istotności dla tematu ryzyka strategicznego podejmowanego przez menedżerów najwyższego szczebla. W tym celu dokonano analizy treści abstraktów. Artykuły spoza dziedziny ekonomii, zarządzania/biznesu lub finansów zostały wykluczone, co w efekcie pozwoliło na pozostawienie 195 artykułów w próbie do dalszej analizy bibliometrycznej, Obejmowała ona analizę cytowań oraz analizę sprzężeń

²⁰ Podejście to ma na celu uwzględnienie wyłącznie literatury funkcjonującej w powszechnym obiegu naukowym.

bibliograficznych. Miary analizy cytowań zostały wykorzystane do przedstawienia trendów publikacyjnych, tj. znalezienia najbardziej wpływowych autorów, czasopism i artykułów. Podejście sprzężenia bibliograficznego zostało natomiast wykorzystane do identyfikacji podstawowych klastrów badawczych i potencjalnych przyszłych kierunków badań (por. Nosella i in., 2012). W badaniach wykorzystano odpowiednie oprogramowanie, takie jak HistCite/Bibliometrix i VOSviewer²¹.

Zakwalifikowane do przeglądu 195 publikacji zostało napisanych łącznie przez 432 autorów, z czego tylko 32 artykuły to prace jednoautorskie. Średnia liczba cytowań jednego dokumentu wyniosła 30, a całkowita liczba cytowań pozycji bibliograficznych to 8264. Trend w zakresie rocznej liczby publikacji został przedstawiony na rysunku 3. Jak można zauważyć, po początkowym etapie względnej stagnacji w latach 1980-2008, linia trendu zainteresowania tematami ryzyka menedżerskiego i ryzyka strategicznego zaczęła rosnąć.



Rysunek 3. Liczebność artykułów naukowych dotyczących ryzyka strategicznego lub ryzyka menedżerskiego w latach 1980-2019

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy Web of Science.

Wyniki analizy cytowań przedstawiono w formie wykazów dziesięciu najbardziej wpływowych artykułów, autorów oraz czasopism, uszeregowanych według liczby cytowań na

²¹ Bibliometrix (oparty na języku R) dostarczył cały zestaw narzędzi do badań ilościowych (Aria i Cuccurullo, 2017). VOSviewer pozwala na wykorzystanie techniki mapowania nauki o nazwie VOS (Visualization of Similarities) i jest przydatny do konstruowania i przeglądania map bibliometrycznych (Van Eck i Waltman, 2010).

próbie 195 artykułów (*Local Citations* – LCS) i liczby cytowań w całej bazie Web of Science (*Global Citations* – GCS).

Tabela 8 zawiera listę najczęściej cytowanych artykułów, spośród których publikacja Sandersa i Hambricka (2007) (*Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk Taking and Performance*) uzyskała najwyższą wartość wskaźnika GCS w ujęciu rocznym, wynoszącą 23,5, choć wg wartości rocznego wskaźnika LCS ustąpiła ona artykułom Chava i Purnanandam (2010) (*Is Default Risk Negatively Related to Stock Returns?*) i Low (2009).

Tabela 8. Najbardziej wpływowe artykuły w zakresie badań nad ryzykiem strategicznym i menedżerskim

	Artykuł	LCS ^{a)}	LCS/t*	GCS ^{b)}	GCS/t*
1.	Chava i Purnanandam (2010)	19	1,90	150	15,00
2.	Low (2009)	17	1,55	212	19,27
3.	Sanders i Hambrick (2007)	20	1,54	305	23,46
4.	Brockman, Martin i Unlu (2010)	13	1,30	139	13,90
5.	Carpenter (2000)	24	1,20	324	16,20
6.	Milidonis, Nishikawa i Shim (2019)	1	1,00	5	5,00
7.	Martin, Gómez-Mejía i Wiseman (2013)	6	0,86	91	13,00
8.	Tufano (1996)	20	0,83	473	19,71
9.	K.D. Miller i Bromiley (1990)	22	0,73	227	7,57
10.	Graham, Harvey i Puri (2013)	4	0,57	244	34,86

a) LCS (Local Citations): stała liczba cytowań w ramach próby 195 prac.

b) GCS (Global Citations): liczba cytowań w całej bazie WoS.

* LCS/t i GCS/t: *rocznie*.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 9 przedstawia autorów o największym wpływie na badania z zakresu ryzyka strategicznego i ryzyka menedżerskiego. Z punktu widzenia całkowitej liczby cytowań w próbie, największy wpływ wywarli Peter Bromiley, Jennifer N. Carpenter i Kent D. Miller. Jeśli natomiast wziąć pod uwagę wartości roczne, wyniki częściowo pokryłyby się z zestawieniem dotyczącym publikacji, wskazując na mocną pozycję Donalda C. Hambricka i WM. Gerarda Sandersa.

Tabela 9. Najbardziej wpływowi autorzy w zakresie badań nad ryzykiem strategicznym i menedżerskim

	Autor	LCS^{a)}	LCS/t*	GCS^{b)}	GCS/t*
1.	Bromiley P.	27	1,29	298	15,90
2.	Carpenter J. N.	24	1,20	324	16,20
3.	Miller K. D.	22	0,73	227	7,57
4.	Hambrick D. C.	20	1,54	305	23,46
5.	Sanders W. M. G.	20	1,54	305	23,46
6.	Tufano P.	20	0,83	473	19,71
7.	Chava S.	19	1,90	150	15,00
8.	Purnanandam A.	19	1,90	150	15,00
9.	Low A.	17	1,55	212	19,27
10.	Thomas H.	16	0,53	316	9,94

a) LCS (Local Citations): stała liczba cytowań w ramach próby 195 prac.

b) GCS (Global Citations): liczba cytowań w całej bazie WoS.

* LCS/t i GCS/t: *rocznie*.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 10 ukazuje z kolei najistotniejsze czasopisma naukowe, z których trzy bezspornie dominują we wszystkich wskaźnikach: *Journal of Finance*, *Academy of Management Journal* oraz *Journal of Financial Economics*. Warta odnotowania jest również wysoka pozycja, tuż za podium, *Strategic Management Journal*, której wartości wskaźników znacznie przewyższają pozostałe tytuły.

Tabela 10. Najistotniejsze czasopisma naukowe w zakresie badań nad ryzykiem strategicznym i menedżerskim

	Czasopismo	LCS^{a)}	LCS/t*	GCS^{b)}	GCS/t*
1.	<i>Journal of Finance</i>	58	3,46	1052	64,31
2.	<i>Academy of Management Journal</i>	56	3,98	1030	94,07
3.	<i>Journal of Financial Economics</i>	43	4,52	738	84,92
4.	<i>Academy of Management Review</i>	14	0,40	289	8,26
5.	<i>Strategic Management Journal</i>	12	1,86	320	50,81

	Czasopismo	LCS ^{a)}	LCS/t*	GCS ^{b)}	GCS/t*
6.	<i>Organization Science</i>	10	0,46	289	13,96
7.	<i>Journal of Corporate Finance</i>	6	0,97	99	22,21
8.	<i>Journal of Banking and Finance</i>	6	0,55	205	20,34
9.	<i>Financial Management</i>	6	0,93	97	9,67
10.	<i>Journal of Management</i>	5	0,56	87	11,48

a) LCS (Local Citations): stała liczba cytowań w ramach próby 195 prac.

b) GCS (Global Citations): liczba cytowań w całej bazie WoS.

* LCS/t i GCS/t: rocznie.

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym etapem przeprowadzonej analizy bibliometrycznej była identyfikacja głównych nurtów badawczych, możliwa dzięki analizie sieci sprzężeń bibliograficznych (Aria i Cuccurullo, 2017). Do tego etapu badań, zgodnie z zaleceniami metodycznymi, zawężono bazę artykułów. Do analizy przyjęto okres od początku 2011 do końca 2020.

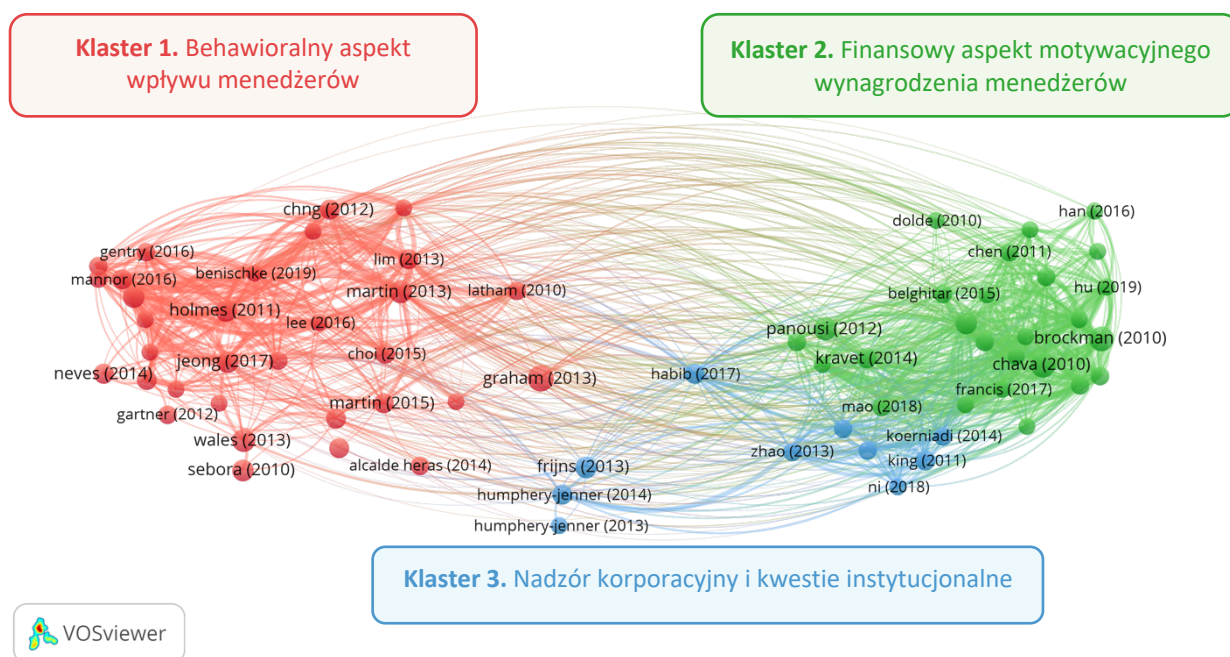
Literatura scjentometryczna wskazuje, że dwa dokumenty są bibliograficznie sprzężone, jeśli mają co najmniej jedno wspólne odniesienie (Kessler, 1963; Glänzel i Czerwon, 1996). W ilustracji sieci, węzły symbolizują publikacje zawierające cytowania, natomiast krawędzie reprezentują liczbę wspólnych odniesień między dwoma dowolnymi węzłami (czyli sprzężenia bibliograficzne). Minimalna liczba powiązań między artykułami została ustalona na poziomie 5²². Procedura ta zredukowała początkową próbę dokumentów ze 195 do 65 najbardziej sprzężonych bibliograficznie, a po dokładnej analizie treści pozostawiono w próbie 60 najbardziej sprzężonych tematycznie prac.

W celu wyłonienia nurtów badań wykorzystano miary sieciowe i analizę skupień, jako metody klasyfikacji zbiorów publikacji do wzajemnie powiązanych grup, zwanych klastrami. W takiej grupie gęstość krawędzi²³ jest większa pomiędzy publikacjami w tym samym klastrze niż między publikacjami w innych klastrach (Radicchi i in., 2004; Jarneving, 2005). Im bliżej

²² Sprawdzono również inne wartości (2, 3, 4 i 7), ale nie pozwoliły one na uzyskanie zadowalającej przejrzystości wyników. O ile jednak rozmiar sieci zmieniał się w trakcie tej procedury, o tyle jej struktura nie ulegała istotnym zmianom.

²³ W analizie sieci sprzężeń bibliometrycznych stosowana jest terminologia właściwa dla teorii grafów (wykorzystywanej w analizie sieci społecznych), m.in. węzeł oznaczający wierzchołek grafu; krawędź to para (zbiór dwuelementowy) wyróżnionych wierzchołków grafu, czyli takich, które są ze sobą bezpośrednio połączone. W reprezentacji graficznej jest to linia łącząca wierzchołki. Z kolei gęstość sieci oznacza proporcję ilości relacji (krawędzi) występujących w sieci w stosunku do wszystkich teoretycznie możliwych (zob. np. Świątowiec-Szczańska, Zdziarski i Matys, 2018, s. 97-126).

usytuowane są węzły, tym silniejsze jest ich połączenie (Zupic i Čater, 2015)²⁴. Sieć sprzężeń bibliograficznych wraz ze zidentyfikowanymi klastrami badawczymi przedstawiono na rysunku 4. Jak można zauważyć, wyniki są zdominowane przez dwa duże, wyraźne skupiska oraz jedno mniejsze, zaznaczone na niebiesko.



Rysunek 4. Sieć sprzężeń bibliograficznych i identyfikacja klastrów badawczych w zakresie strategicznego ryzyka menedżerskiego

Źródło: opracowanie własne w programie VOSviewer.

Wygenerowanie sieci wizualizacji jest punktem wyjścia do jakościowego badania źródeł w poszczególnych klastrach (Moed, 2007), polegającego na analizie treści artykułów powiązanych bibliograficznie (Neuendorf, 2002). Analiza ta pozwoliła nazwać poszczególne nurty następująco:

- (1) Behawioralny aspekt wpływu menedżerów (25 artykułów);
- (2) Finansowy aspekt motywacyjnego wynagrodzenia menedżerów (26 artykułów);
- (3) Nadzór korporacyjny i kwestie instytucjonalne (9 artykułów).

²⁴ Identyfikacja kluczowych nurtów badawczych w obrębie danej dziedziny została przeprowadzona za pomocą mapowania cytowań przy użyciu programu VOSviewer, który jest w stanie grupować powiązane elementy poprzez oznaczanie ich kolorem (Apriliyanti i Alon 2017). Dla sieci wizualizacji przeprowadzono proces normalizacji nad relacjami pomiędzy węzłami (Aria i Cuccurullo, 2017). Podejście normalizacyjne kompensuje różne poziomy występowania wśród prac (van Eck i Waltman, 2010). W celu zapewnienia estetyki i użyteczności rysunku sieci w tym badaniu, metodą normalizacji ustaloną dla tego badania była „Association”.

Wyróżniające się badania w każdym z klastrów wyszczególniono w tabeli w Aneksie pracy, natomiast skróconą charakterystykę poszczególnych klastrów zawarto w tabeli 11.

Analiza treści artykułów w poszczególnych klastrach wykazała pewną wewnętrzną spójność tematyczną oraz zbieżność metodologiczną w kwestii wykorzystania miar ryzyka przedsiębiorstw w badaniach roli menedżerów jako decydentów w generowaniu wyników dla zarządzanych przedsiębiorstw.

Tabela 11. Charakterystyka zidentyfikowanych nurtów badawczych dotyczących strategicznego ryzyka menedżerskiego

Kryterium	Klaster 1 Behawioralny aspekt wpływu menedżerów	Klaster 2 Finansowy aspekt motywacyjnego wynagrodzenia menedżerów	Klaster 3 Nadzór korporacyjny i kwestie instytucjonalne
Teoria	<ul style="list-style-type: none"> - Pozytywna teoria agencji - Teoria perspektywy - Behawioralna teoria firmy - Teoria udziałowców (<i>Stakeholder theory</i>) - Teoria wyższych szczebli (<i>Upper echelon theory</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> - Normatywna i pozytywna teoria agencji - Teoria finansów przedsiębiorstw 	<ul style="list-style-type: none"> - Teoria agencji - Teoria nadzoru korporacyjnego – wpływ nadzoru akcjonariuszy i obligatariuszy na decyzje menedżerskie - Teoria pokrycia długu spółek i dźwigni finansowej - Teoria kontroli przejęć - Teoria finansów przedsiębiorstw
Założenia teoretyczne	<ul style="list-style-type: none"> - Możliwych jest wielu agentów - Możliwość wielu udziałowców - Możliwy uświadomiony interes własny - Konflikt celów możliwy, nie nieunikniony - Jednostki wykazują awersję do strat, ich racjonalność jest ograniczona i podlega różnym heurystykom decyzyjnym - Asymetria informacji między agentami a pryncypałami - Prymat wydajności 	<ul style="list-style-type: none"> - Menedżer jako agent - Udziałowiec jako pryncypał - Kontraktowanie wynagrodzeń jako jeden z podstawowych sposobów zmiany motywacji menedżerów. - Osoby są racjonalnie zainteresowane sobą - Interes własny prowadzi do konfliktu celów - Asymetria informacji między agentami a zleceniodawcami - Prymat wydajności 	<ul style="list-style-type: none"> - Jest wielu pryncypałów o różnych interesach (udziałowcy, udziałowcy mniejszościowi, obligatariusze) - Model nadzoru korporacyjnego determinuje wyniki dla różnych interesariuszy - Kulturowe i narodowe uwarunkowania ryzykownych decyzji menedżerskich
Przedmiot badań	Badania dotyczą związku zachowań lub cech decydenta z jego wynagrodzeniem lub różnymi zakresami wyników firmy (internacjonalizacja	Badania dotyczą znaczenia form wynagrodzeń menedżerów jako finansowych narzędzi	Badania dotyczą związku między ogólnymi charakterystykami ładu korporacyjnego i innymi instytucjami w danych

Kryterium	Klaster 1 Behawioralny aspekt wpływu menedżerów	Klaster 2 Finansowy aspekt motywacyjnego wynagrodzenia menedżerów	Klaster 3 Nadzór korporacyjny i kwestie instytucjonalne
	przedsiębiorstwa, przedsiębiorczość czy funkcjonowanie firmy rodzinnej).	motywacyjnych i ich wpływu na finansowe wyniki przedsiębiorstw.	krajach (np. struktura organów zarządczo- nadzorczych, kultura kraj, zabezpieczenia przed przejściami, rola akcjonariuszy i obligatariuszy w nadzorze korporacyjnym (index-G), rola długu spółki) a podejmowanym ryzykiem przez menedżerów i wynikami firmy.
Reprezentatywne publikacje	Benischke, Martin i Glaser (2019), Kish-Gephart i Campbell (2015), Lee i Moon (2016).	Anantharaman i Lee (2014), Chakraborty, Gao i Sheikh (2019), Francis, Hasan, Hunter i Zhu (2017).	D. Chen (2012), Frijns, Gilbert, Lehnert i Tourani-Rad (2013), King i Wen (2011).

Źródło: opracowanie własne.

Pierwszy klaster dotyczy **behawioralnego aspektu wpływu menedżerów**. Jest on szczególnie istotny dla badaczy z zakresu zarządzania strategicznego, zainteresowanych zrozumieniem przyczyn i skutków zachowań menedżerskich. W badanym okresie zidentyfikowano 25 artykułów, wśród których znajdują się badania dotyczące związku zachowań lub cech decydenta z jego wynagrodzeniem, wynikami firmy (zwłaszcza w świetle teorii wyższych szczebli (*upper-echelon theory* – UET)²⁵, zakresem internacjonalizacji przedsiębiorstwa, przedsiębiorczości czy funkcjonowaniem firmy rodzinnej²⁶. Zgodnie z tą literaturą, dyrektorzy generalni mają do wyboru szereg różnych strategicznych opcji inwestycyjnych, które mogą wpływać na wyniki przedsiębiorstwa. Zmienne, które odzwierciedlają ryzyko strategiczne, zaimplementowane w badaniach tego nurtu badawczego to najczęściej: zadłużenie długoterminowe, wydatki na badania i rozwój, nakłady kapitałowe

²⁵ Teoria wyższych szczebli to teoria zarządzania opublikowana przez Donalda C. Hambricka i Phyllis A. Mason w 1984 r. Stwierdza ona, że wyniki organizacyjne są częściowo przewidywane przez cechy pochodzenia menedżerskiego zespołu zarządzającego najwyższego szczebla (Hambrick i Mason, 1984). Teoria ta będzie przedmiotem szerszej analizy w rozdziale 2.

²⁶ Należy podkreślić, że podana liczba odnosi się wyłącznie do badań z okresu 01.2011-12.2020, dlatego nie zawiera niektórych starszych i istotnych publikacji w tym nurcie, np. Devers, McNamara, Wiseman i Arrfelt (2008) czy Larraza-Kintana, Wiseman, Gómez-Mejía i Welbourne (2007).

(*Capital Expenditures* – CAPX) oraz fuzje i przejęcia (np. Benischke i in., 2019; Campbell i in., 2019; Kish-Gephart i Campbell, 2015; Lee i Moon, 2016; Mannor i in., 2016; Martin i in., 2013).

W ramach klastru możliwe było uzyskanie 5 bardziej jednorodnych podklastrów, badających:

- (1) związek między osobowością dyrektorów generalnych a wynagrodzeniem;
- (2) wpływ menedżerów wyższego szczebla o określonych cechach na wyniki firmy;
- (3) internacjonalizację jako przedsięwzięcie ryzykowne, uwarunkowane kulturowo i instytucjonalnie;
- (4) przedsiębiorczość właścicieli i menedżerów;
- (5) podejmowanie ryzyka menedżerskiego w otoczeniu firm rodzinnych.

Pierwsza podgrupa obejmuje związek między osobowością dyrektorów generalnych a wynagrodzeniem. Badania te wykorzystują dorobek psychologii stosowanej, aby uzyskać dowody na temat znaczenia określonych cech psychologicznych i postaw dyrektorów (np. Graham i in., 2013). Głównym celem jest zbadanie różnic między agentami dotyczących postrzeganego przez nich ryzyka osobistego (dla ich kapitału własnego) przy podejmowaniu strategicznych dla przedsiębiorstwa decyzji w warunkach ryzyka (np. Benischke i in., 2019) oraz wpływu przyznawania opcji na akcje jako najbardziej wpływowej formy wynagrodzenia motywacyjnego menedżerów, na ich zachowania związane z ryzykiem (np. Martin i in., 2013). Najbardziej znaczące badania w tym klastrze opierają się na logice behawioralnego modelu agencji (*Behavioral Agency Model* – BAM), który wprowadził pojęcie *ponoszenie ryzyka* (*risk bearing*), rozumianego jako postrzegane ryzyko dla majątku agenta (dyrektora generalnego), które może wynikać z ryzyka zatrudnienia lub innych zagrożeń (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Benischke i in. (2019) potwierdzają, że spostrzeżenia z literatury psychologicznej wzmacniają przewidywania oparte na teorii agencji, dotyczące podejmowania ryzyka przez dyrektora generalnego w odpowiedzi na czynione przez radę nadzorczą próby tworzenia dopasowania motywacyjnego za pomocą wynagrodzeń. Martin i in. (2013) rozwijają BAM, twierdząc, że wpływ perspektywicznego i obecnego majątku na podejmowanie strategicznego ryzyka zależy od zdolności agentów do zarządzania ryzykiem związanym z ich pakietem wynagrodzeń i ich podatności na straty. Chng i in., potwierdzają te wyniki, wykazując, że menedżerowie o określonych cechach są bardziej wrażliwi na rekompensaty motywacyjne, angażując się tym samym w bardziej ryzykowne przedsięwzięcia strategiczne (Chng i in., 2012; Chng i in., 2015; Chng i Wang, 2016).

W drugim podzbiorze badany jest wpływ wybranych cech menedżerów wyższego szczebla na wyniki firmy. Jeong i Harrison (2017) dokonują kompleksowej syntezy badań dotyczących tego, w jaki sposób reprezentacja kobiet na wyższych szczeblach (tj. w zarządach i na stanowiskach dyrektorów generalnych) może wpływać na wyniki firmy. Kish-Gephart i Campbell (2015) badają wpływ pochodzenia dyrektora generalnego ze względu na klasę społeczną na podejmowanie ryzyka na poziomie przedsiębiorstwa i analizują moderujące wpływy innych ważnych doświadczeń życiowych, np. elitarnego wykształcenia. Lee i Moon (2016) analizują strategiczne zachowania ryzykowne dyrektorów generalnych w amerykańskiej branży lotniczej, wykorzystując obserwowalne informacje o ich otoczeniu. Campbell i in. (2019) rozwinęli teorię, w której wyjaśniają, w jaki sposób kolejność urodzenia (w stosunku do swojego rodzeństwa) dyrektora generalnego może być związana z podejmowaniem strategicznego ryzyka. Garcia-Granero i in. (2015) badają możliwość związku między skłonnością menedżera do podejmowania ryzyka, klimatem podejmowania ryzyka a wynikami w zakresie innowacji, testując model ilościowy, w którym wpływ skłonności menedżera do podejmowania ryzyka na innowacje jest pośredniczony przez jego wpływ na klimat podejmowania ryzyka.

Trzeci subklaster dotyczy tematyki internacjonalizacji jako przedsięwzięcia ryzykownego, a także kulturowych i instytucjonalnych uwarunkowań internacjonalizacji. Buckley i in. (2016) wskazują, że zastosowanie podejścia mikrofundamentalnego może przynieść pełniejsze zrozumienie podejmowania ryzyka w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (*Foreign Direct Investments – FDI*). Chittoor i in. (2019) badają wpływ motywacji i autorytetu dyrektorów generalnych, będących jednocześnie właścicielami, na strategiczne zachowania firm podejmujących ryzyko, odzwierciedlone w ich inwestycjach na rynkach zagranicznych. Dang i in. (2019) badają, czy indywidualistyczna kultura narodowa jest związana z ryzykiem krachu cen akcji. Artykuł Gepperta i in. (2013) dotyczy roli, jaką różnice instytucjonalne odgrywają w podejmowaniu ryzyka przez menedżerów, gdy firmy angażują się w międzynarodowe przejęcia. Vahlne i in. (2017) stosują koncepcję zarządzania w warunkach niepewności w uppsalskim modelu internacjonalizacji i rozwijają model opisujący sposób działania menedżerów przy utrzymywaniu niepewności na akceptowalnym poziomie.

Czwarty podklaster, w ogólnym ujęciu zajmuje się zjawiskiem przedsiębiorczości, zarówno właścicieli, jak i zatrudnionych menedżerów. Gartner i Liao (2012) badają postrzeganie strategicznej i niestrategicznej skłonności do podejmowania ryzyka przez początkujących

przedsiębiorców w odniesieniu do późniejszego prawdopodobieństwa sukcesu w tworzeniu przedsięwzięć. Sebora i Theerapatvong (2010) badają tworzenie pomysłów, podejmowanie ryzyka i postrzeganie proaktywności przez menedżerów wyższego szczebla. Wales i in. (2013) badają kwestię tego, czy firmy kierowane przez narcystycznych dyrektorów generalnych wykazują wyższy poziom orientacji przedsiębiorczej (*entrepreneurial orientation*).

Ostatni subklaster dotyczy podejmowania ryzyka menedżerskiego w specyficznym otoczeniu firm rodzinnych. Niezależnie od tego, że zawiera on tylko dwie prace, wyróżnienie tego konkretnego podstrumienia wydaje się zasadne. Choi i in. (2015) badają, czy wpływ własności rodzinnej na inwestycje w B+R różni się w zależności od możliwości wzrostu i przynależności do grupy biznesowej. Gentry i in. (2016) badają rolę długoterminowej orientacji w podejmowaniu decyzji w publicznie notowanych firmach rodzinnych (*family-influenced firms* – FIFs).

Drugi klaster sieciowej analizy sprzężeń cytowań, nazwany w tej pracy jako **finansowy aspekt motywacyjnego wynagrodzenia menedżerów**, obejmuje artykuły dotyczące wpływu różnych form wynagrodzeń menedżerów i innych form finansowej motywacji na podejmowane ryzyko i wyniki firmy. Mimo podobnej liczebności artykułów w stosunku do klastra pierwszego, publikacje są znacznie bardziej spójne, przez co wydzielenie jasno sprecyzowanych podklastrów jest utrudnione. Głównym celem tego nurtu badań jest modelowanie optymalnego kontraktu. Zakłada się przy tym, że kontraktowanie wynagrodzeń jest jednym z podstawowych sposobów zmiany motywacji menedżerów, a firmy różnią się pod względem stopnia, w jakim wynagrodzenia kadry kierowniczej dostosowują predyspozycje menedżerów do ryzyka akcjonariuszy. Podczas gdy autorzy wyszczególnieni w 1 klastrze (behawioralnym) wykorzystując w badaniach zmienną wynagrodzenie koncentrowali się głównie na wartości rocznego wynagrodzenia lub skumulowanej wartości opcji, badania w tym klastrze uwzględniają cechy wynagrodzeń menedżerów, takich jak delta i vega, gdzie delta oznacza wrażliwość majątku menedżera na cenę akcji, a vega, wrażliwość jego majątku na zmienność cen akcji (zob. np. Chakraborty i in., 2019). Wynagrodzenie oparte na akcjach zwiększa wrażliwość majątku menedżerów na wyniki cen akcji (delta), a tym samym może zbliżyć menedżerów do akcjonariuszy, przy czym menedżerowie niedostatecznie zdywersyfikowani pod względem majątku specyficznego dla firmy, będą raczej unikać ryzyka. Wynagrodzenia zawierające opcje na akcje dodają z kolei wypukłości do wypłat menedżerów, zwiększając wrażliwość ich majątku na ryzyko firmy, rozumianej jako zmienność cen akcji

(vega). Odpowiedni dobór wynagrodzenia może zrównoważyć tendencje do unikania ryzyka. Uwzględnienie tego aspektu w badaniach pozwala przewidzieć podejmowanie ryzyka przez menedżera i modelować optymalny kontrakt.

Anantharaman i Lee (2014) wskazali, że struktura wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla jest ważnym czynnikiem wpływającym na korporacyjną politykę emerytalną. W zależności od formy motywacji finansowej kierownictwo może wpływać na przenoszenie ryzyka poprzez niedofinansowanie emerytur oraz, w mniejszym stopniu, poprzez alokację aktywów emerytalnych w ryzykowne papiery wartościowe. Silniejsze przenoszenie ryzyka zaobserwowano w przypadku struktur wynagrodzeń, które tworzą wysoką wrażliwość majątku na ryzyko (vega) i słabsze w przypadku wysokiej wrażliwości majątku na cenę (delta).

Brockman i in. (2010) badają, czy dług o krótkim terminie zapadalności łagodzi koszty agencyjne poprzez ograniczanie preferencji menedżerów w zakresie ryzyka. Chakraborty i in. (2019) badają, czy i jak społeczna odpowiedzialność biznesu (*corporate social responsibility* – CSR) wpływa na związek między zachętami do podejmowania ryzyka w ramach wynagrodzenia dyrektora generalnego a miarami ryzyka firmy. Chava i Purnanandam (2010) podejmują szeroko zakrojone badanie wpływu bodźców związanych z podejmowaniem ryzyka przez menedżerów na politykę finansową przedsiębiorstw i wykazują, że bodźce związane z podejmowaniem ryzyka przez dyrektorów generalnych i dyrektorów finansowych (*Chief Financial Officer* – CFO) znacząco wpływają na politykę finansową ich firm. Colonnello i in. (2017) rozwijają model struktury wynagrodzeń i wyboru ryzyka aktywów, w którym problem menedżera unikającego ryzyka kompensuje się wynagrodzeniem, kapitałem własnym i długiem wewnętrznym. Croci i in. (2017) testują, czy preferencje menedżerskie wyjaśniają, w jaki sposób firmy zabezpieczają się, wykorzystując dane dotyczące portfeli instrumentów pochodnych w przemyśle naftowym i gazowym. Dolde i Knopf (2010) badają względne znaczenie zakorzenienia menedżerów i dostosowania do nich bodźców, na co wskazuje podejmowanie ryzyka przez REIT-y (*real estate investment trust*). Fargher i in. (2014) badają, czy biegli rewidenci pobierają wyższe opłaty za badanie, gdy standardowe procedury badania nie pozwalają im na zmniejszenie ryzyka badania, w tym ryzyka wynikającego z wyższego ryzyka biznesowego. Francis i in. (2017) badają kwestię, w jaki sposób zachęty do podejmowania ryzyka wpływają na specyficzne ryzyko firmy w przypadku ryzyka kursowego. Han i Pan (2015) przedstawiają nowe wyjaśnienie wrażliwości na przepływy inwestycyjne z perspektywy zadłużenia wewnętrznego dyrektora generalnego. Hu i Jiang (2018) dostarczają

empirycznych dowodów na wpływ bodźców związanych z ryzykiem menedżerskim na konserwatyzm sprawozdawczości finansowej, stawiając hipotezę, że firmy stosują większy konserwatyzm księgowy jako sposób radzenia sobie z podwyższonym ryzykiem firmy wynikającym z nadmiernych bodźców związanych z ryzykiem menedżerskim, zapewnianych przez rekompensaty za opcje. Huang i in. (2013) analizują wpływ wynagrodzeń opartych na akcjach na zachowania menedżerskie związane z podejmowaniem ryzyka w chińskich firmach notowanych na giełdzie. Ju i in. (2014) stwierdzają, że w stosunku do poziomu ryzyka, który maksymalizuje wartość firmy, opcje kupna w kontrakcie kompensacyjnym mogą indukować zbyt duże lub zbyt małe podejmowanie ryzyka korporacyjnego w zależności od awersji menedżerów do ryzyka i bazowej technologii inwestycyjnej. K. Kim i in. (2017) empirycznie oceniają twierdzenie, że zwiększone obawy o karierę menedżerską wynikające z ryzyka finansowego i monitorowania przez posiadaczy długu powodują, iż dźwignia finansowa będzie tłumić związek między podejmowaniem ryzyka przez menedżerów a zachętami związanymi z kapitałem własnym. Kravet (2014) argumentuje, że konserwatyzm księgowy zmniejsza bodźce menedżerskie do dokonywania inwestycji o ujemnej wartości bieżącej netto. Kuang i Qin (2013) badają wyrafinowanie agencji ratingowych w zakresie uwzględniania bodźców związanych z podejmowaniem ryzyka przez menedżerów w ich ocenie ryzyka kredytowego. Lin i in. (2018) dostarczają dowodów dotyczących wpływu bodźców związanych z podejmowaniem ryzyka przez menedżerów na decyzje i wyniki fuzji i przejęć (M&A) dla różnych rodzajów fuzji: pionowych, poziomych i dywersyfikujących. Lu i Wang (2018) dokumentują pozytywny wpływ niezależności rad nadzorczych na innowacyjność przedsiębiorstw. Mao i Zhang (2018) badają, w jaki sposób zachęta dyrektora generalnego do podejmowania ryzyka (jako vega) wpływa na innowacyjność firmy. Milidonis i in. (2019) badają efekt motywacyjny posiadania długu wewnętrznego przez dyrektora generalnego. Milidonis i Stathopoulos (2011) badają związek między wynagrodzeniem menedżerskim a implikowanym przez rynek ryzykiem niewykonania zobowiązania dla notowanych na giełdzie firm ubezpieczeniowych. Panousi i Papanikolaou (2012) sprawdzają, w jaki sposób wysokie zachęty mogą indukować wyższy wysiłek menedżerski, ale także narażać ich na ryzyko idiosynkratyczne. Van Wesep i Wang (2014) stwierdzają, że kadra kierownicza ze słabymi wcześniejszymi wynikami może być skłonna do podejmowania nadmiernego ryzyka w nadziei na osiągnięcie celów w zakresie wyników, w którym to przypadku umowa kompensacyjna zawierająca odprawę może być optymalna. Xue i in. (2017) badają, w jaki sposób bodźce

menedżerskie mogą skłaniać firmy do przyjęcia proaktywnej postawy strategicznej w celu wdrożenia większej ilości technologii informacyjnych (IT) niż konkurenci.

Trzeci klaster określony jako **nadzór korporacyjny i kwestie instytucjonalne**, jest nieliczny i obejmuje tylko 9 prac. Koncentruje się wokół nadzoru korporacyjnego i kwestii instytucjonalnych związanych ze strategicznym podejmowaniem ryzyka przez menedżerów najwyższego szczebla, w szczególności takich zmiennych, jak postanowienia dotyczące przeciwdziałania przejęciom, kontrakty menedżerskie, dobre praktyki w zakresie nadzoru korporacyjnego, wpływ kultury narodowej na instytucje oraz ustawodawstwo państwowe. Frijns i in. (2013) przeprowadzają badania nad rolą kultury narodowej w decyzjach o przejęciach przedsiębiorstw. Habib i Hasan (2017) przyglądają się podejmowaniu ryzyka przez korporacje i jego konsekwencjom w postaci wyników na różnych etapach cyklu życia firmy. Humphery-Jenner (2013) skupia się na dywersyfikacji jako źródle tworzenia i niszczenia wartości w funduszach private equity (PE). Humphery-Jenner (2014) bada celowość przepisów przeciwko przejęciom (*Antitakeover Provisions – ATPs*). King i Wen (2011) przyglądają się związkowi między ogólną strukturą nadzoru korporacyjnego a zachowaniem menedżerów podejmujących ryzyko. Koerniadi i in. (2014) analizują wpływ praktyk nadzoru korporacyjnego na poziomie firmy na ryzykowność zwrotów z akcji firmy w otoczeniu, które można uznać za mniej sprzyjające podejmowaniu ryzyka przez menedżerów. Ni i Yin (2018) badają wykorzystanie rozłożonego w czasie przyjęcia przepisów dotyczących uniwersalnego popytu (*universal demand*) jako egzogenicznych szoków do składania pozwów pochodnych. Zhao (2013) analizuje, czy umowy o pracę dyrektorów generalnych izolują gorszych menedżerów od dyscypliny prowadzącej do niszczenia bogactwa akcjonariuszy, czy też kontrakty łagodzą menedżerską awersję do ryzyka i zachęcają do podejmowania decyzji zwiększających wartość.

Analiza poszczególnych nurtów badawczych wskazuje, że ryzyko strategiczne i ryzyko menedżerskie są przedmiotem badań interdyscyplinarnych, obejmujących obszar ekonomii i finansów, zarządzania oraz psychologii. Spośród zidentyfikowanych nurtów najbardziej bliski problemom badawczym tej pracy jest nurt pierwszy, dotyczący behawioralnych aspektów podejmowania ryzyka strategicznego przez menedżerów. Ryzyko menedżerskie odnosi się do pojęcia *ponoszenia ryzyka (risk bearing)* przez menedżera w ujęciu behawioralnego modelu agencji, rozumianego jako postrzegane ryzyko dla majątku dyrektora, które może wynikać z ryzyka zatrudnienia lub innych zagrożeń (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Ryzyko strategiczne odnosi się do strategicznego dla firm charakteru decyzji podejmowanych przez dyrektorów

generalnych (*risk taking*) (Sanders i Hambrick 2007). Decyzje te znacznie różnią się od innych tym, że wiążą się z dużymi inwestycjami i z możliwością ogromnych zysków albo strat (Carpenter, 2000; Sanders i Hambrick, 2007). Są one zatem trudne zarówno do podjęcia, jak i do odwrócenia (Hambrick i in., 1996). Poprzez dokonywanie takich strategicznych inwestycji na poziomie całego przedsiębiorstwa w celu zapewnienia jego rozwoju, dyrektorzy generalni wpływają na jego wyniki (Hoskisson i in., 2002).

Przeprowadzona analiza pozwala na sformułowanie definicji strategicznego ryzyka menedżerskiego przyjętej na potrzeby tej pracy. Mianowicie **strategiczne ryzyko menedżerskie** oznacza *podejmowanie przez menedżerów najwyższego szczebla – w szczególności dyrektora generalnego – decyzji w imieniu przedsiębiorstwa, wywierających wpływ na jego wyniki w obszarze strategicznym (risk taking), uwarunkowanych indywidualnymi skłonnościami do podejmowania ryzyka (risk propensity) i subiektywnie postrzeganym poziomie ryzyka w danej sytuacji (risk perception), stanowiącym ryzyko dla majątku osobistego dyrektora (risk bearing), które niesie zarówno szansę na wzrost, jak i niebezpieczeństwo uszczuplenia w wyniku spadku cen akcji lub utraty zatrudnienia.*

Tak sformułowana definicja strategicznego ryzyka menedżerskiego wyraźnie oddziela interes przedsiębiorstwa od interesu własnego menedżera i pozwala dostrzec problem konieczności właściwego dopasowania zewnętrznego (korporacyjnego) systemu motywacji menedżera do jego celów determinowanych indywidualnymi (dyspozycyjnymi) cechami. Ten nurt badawczy ma bogatą historię. Jak wskazuje analiza literatury, jego rozwój jest determinowany rozwojem nowych teorii behawioralnych (np. Benischke i in., 2019). Szczególnie istotne współcześnie jest odkrywanie osobowości menedżerów z zastosowaniem najnowszych teorii psychologii poznawczej (*cognitive*) i motywacyjnej, (*motivational*), uwzględniającej nie tylko czynniki dyspozycyjne, ale również sytuacyjne, warunkujące zachowanie menedżerów (np. Kashmiri i in., 2019; Gamache i in., 2015). Czynniki sytuacyjne w przypadkach menedżerów najwyższego szczebla odnoszą się przede wszystkim do finansowej motywacji oraz ryzyka zatrudnienia.

1.5. Podsumowanie

W przeprowadzonych rozważaniach w rozdziale pierwszych zwrócono uwagę na kilka istotnych kwestii dla problemu ryzyka menedżerskiego: problem definiowania ryzyka w

zarządzaniu, istotę ryzyka strategicznego w przedsiębiorstwie, związek ryzyka strategicznego z wynikami przedsiębiorstwa oraz umiejscowienie strategicznego ryzyka menedżerskiego w dorobku naukowym na podstawie przeprowadzonych badań bibliometrycznych.

W ramach analizy pierwszego problemu, zauważono, że pomimo rozwoju teorii i praktyki zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, nadal samo pojęcie ryzyka pozostaje w sferze kategorii niejednoznacznych, zaś w naukach społecznych ma ono charakter kontekstowy i jest zdeterminowane kulturowo. Można zatem stwierdzić, że ryzyko jest pojęciem normatywnym i w związku z tym, należy je rozpatrywać w kontekście przyjętej definicji. Dostępne wyniki badań pozwalają także na wyciągnięcie wniosku, że menedżerowie rzadko posługują się w rozpatrywaniu i podejmowaniu ryzyka regułami rachunku prawdopodobieństwa, a zamiast wnioskowania matematycznego wykorzystują reguły heurystyczne i często zmieniają swoje preferencje w zależności od kontekstu sytuacyjnego. Sprawia to, że ważne w ekonomii rozróżnienie dokonane między ryzykiem jako wynikami prawdopodobnymi a niepewnością jako wynikami nieokreślonymi, staje się bezzasadne.

Kolejnym rozważanym problemem była analiza pojęcia ryzyka strategicznego w przedsiębiorstwie, w związku z faktem, że badania w niniejszej rozprawie dotyczą strategicznego poziomu firmy. Ryzyko strategiczne jest bowiem zjawiskiem występującym na wyższych szczeblach zarządzania, związanym z realizacją misji przedsiębiorstwa, długoterminowych zadań inwestycyjnych oraz planowaniem strategicznym. Dostrzeżono problem konieczności rozróżnienia pomiędzy wyborami menedżerskimi obciążonymi ryzykiem a ryzykiem organizacji (przedsiębiorstwa). Zastosowane w badaniach ryzyka zmienne: „ryzyko organizacyjne” i „ryzyko menedżerskie” nie wykazały ich izomorficzności. Wyniki badań potwierdziły natomiast hipotezę, że ryzyko organizacyjne jest zdeterminowane przez ryzyko menedżerskie. Skłania to do sformułowania pytania dotyczącego roli, jaką menedżerowie odgrywają w kształtowaniu ryzyka przedsiębiorstwa. Istotny wydaje się być zatem nurt badań dotyczący determinant ryzyka podejmowanego przez menedżerów na najwyższym szczeblu, mającym wpływ na wyniki organizacji. Podkreślono przy tym wyjątkową rolę dyrektora generalnego w podejmowaniu ryzyka na poziomie strategicznym. Ma on wyraźną przewagę we wpływaniu na decyzje strategiczne i kierunek strategiczny w porównaniu z innymi menedżerami najwyższego szczebla, z racji autorytetu swojego stanowiska.

Zrozumienie okoliczności poprzedzających wybory głównych decydentów obciążone ryzykiem wydaje się być kluczowym aspektem w określeniu wymaganego przez interesariuszy poziomu ryzyka przedsiębiorstwa. Koncentracja na menedżerze jako głównym podmiocie wpływającym na ryzyko strategiczne oznacza poszukiwanie miar ryzyka z perspektywy osoby decydenta. Podejście to otwiera szeroko drzwi na psychologiczne teorie podejmowania decyzji, które wnikliwie badają determinanty ryzyka postrzeganego, (*risk percetion*), ponoszonego (*risk bearing*) i podejmowanego (*risk taking*) przez decydentów, w tym przypadku menedżerów na najwyższym szczeblu zarządzania. W związku ze wskazanym dualnym podejściem do badań ryzyka strategicznego przedsiębiorstw, które okazują się przenikać i często uzupełniać, za zasadne wydaje się jednak połączenie problemu ryzyka strategicznego na poziomie organizacji z problemem ryzyka strategicznego na poziomie menedżera.

Wskazano także na znaczenie pomiaru ryzyka strategicznego w zarządzaniu. Stosowane mierniki ryzyka na poziomie strategicznym odwołują się najczęściej do zmienności przychodów firmy lub miar zaczerpniętych z finansów przedsiębiorstw. Analiza badań w zakresie pomiaru i badań ryzyka strategicznego pozwala na wysunięcie refleksji, że metoda pomiaru ryzyka może być często ważniejsza od konceptualizacji samego ryzyka.

W rozdziale zbadano także problem związku ryzyka przedsiębiorstwa z wynikami firmy. Jest to bowiem istotny przedmiot badań w zarządzaniu i ekonomii finansowej od wielu lat. Analiza wykazała, że charakter relacji między ryzykiem strategicznym a wynikami przedsiębiorstwa wciąż pozostaje nierozstrzygniętym problemem w literaturze i jest uwarunkowany zastosowaną metodą pomiaru, a także podstawami teoretycznymi wykorzystywanymi w wyjaśnieniu tzw. paradoksu Bowmana.

W ostatniej części rozdziału przedstawiono wyniki badań bibliometrycznych dotyczących pojęcia strategicznego ryzyka menedżerskiego. Wielość i różnorodność definicji ryzyka, ryzyka strategicznego oraz menedżerskiego, jak również ich miar i podstaw teoretycznych, wpłynął bowiem na rozwój fragmentarycznych strumieni badawczych, co stanowi istotną przesłankę do przeprowadzenia systematycznego przeglądu literatury, identyfikacji nurtów badawczych w analizowanym obszarze i w konsekwencji, umiejscowienia problemu strategicznego ryzyka menedżerskiego w dotychczasowej teorii i dorobku naukowym. Analiza ta pozwoliła zidentyfikować trzy kluczowe nurty badawcze, mianowicie: behawioralny aspekt wpływu

menedżerów, finansowy aspekt motywacyjnego wynagrodzenia menedżerów oraz nadzór korporacyjny i kwestie instytucjonalne.

Pierwszy nurt dotyczy badań związku zachowań lub cech decydenta z jego wynagrodzeniem lub różnymi zakresami wyników firmy (np. internacjonalizacja przedsiębiorstwa, przedsiębiorczość czy funkcjonowanie firmy rodzinnej). Badania w drugim nurcie dotyczą znaczenia form wynagrodzeń menedżerów jako finansowych narzędzi motywacyjnych i ich wpływu na finansowe wyniki przedsiębiorstw. Ostatni kierunek badań związany jest z studiami dotyczącymi związku między ogólnymi charakterystykami ładu korporacyjnego i innymi instytucjami w danych krajach (np. struktura organów zarządczo-nadzorczych, kultura kraju, zabezpieczenia przed przejęciami, rola akcjonariuszy i obligatariuszy w nadzorze korporacyjnym) a podejmowanym ryzykiem przez menedżerów i wynikami firmy. Spośród zidentyfikowanych nurtów najbardziej bliski problemom badawczym tej pracy okazał się być nurt pierwszy, dotyczący behawioralnych aspektów podejmowania ryzyka strategicznego przez menedżerów i to w jego ramach sformułowano na potrzeby tej pracy definicję strategicznego ryzyka menedżerskiego.

2. Teorie i badania podejmowania decyzji w warunkach ryzyka i niepewności

2.1. Racjonalne i behawioralne teorie podejmowania decyzji w warunkach ryzyka

Problem podejmowania decyzji w warunkach ryzyka i niepewności (dalej zwanych również decyzjami ryzykownymi) jest przedmiotem zainteresowań naukowców w ramach wielu dyscyplin i nurtów badawczych. W ostatnich dziesięcioleciach w naukach ekonomicznych dominują teorie behawioralne, wykorzystujące modele i metody badawcze psychologii. Przez wiele lat najważniejszą była jednak **teoria oczekiwanej użyteczności** (*Expected Utility Theory* – EUT), rozwinięta w latach 40. ubiegłego stulecia przez von Neumanna i Morgensterna (1944)²⁷. Założeniem tej teorii jest *zasada racjonalności decydenta*. Aspekt ten łączy w szczególności teorię oczekiwanej użyteczności z ekonomią neoklasyczną, wykorzystującą normatywne modele racjonalnych wyborów (Blaug, 1995). Ich podstawowym założeniem jest dokonywanie przez jednostkę, kierującą się stałymi preferencjami, spójnych i bliskich optymalności wyborów. Podejście to wiąże się z pojęciem *homo oeconomicus*, czyli koncepcją człowieka racjonalnego, nastawionego na maksymalizowanie osobistych korzyści (Simon, 1955). Zgodnie z nią, postawy i preferencje człowieka powinny odznaczać się kilkoma cechami, mianowicie: (1) powinny odpowiadać podstawowym regułom logiki i rachunku prawdopodobieństwa; (2) powinny być spójne; (3) nie powinny być tworzone lub zmieniane pod wpływem nieistotnych lub błahych powodów; (4) powinny być zgodne z empirycznymi obserwacjami podmiotu, w tym z jego świadomymi działaniami (Wilkinson, 2008).

Racjonalność wyraża się regułą maksymalizowania użyteczności, oznaczającą wybór takiego wariantu decyzyjnego, który cechuje się najwyższą oczekiwaną użytecznością (von Neumann i Morgenstern, 1944). W tym celu decydent przeprowadza analizę obejmującą przypisanie poszczególnym wariantom decyzyjnym wartości zysków i strat oraz prawdopodobieństwo ich wystąpienia oraz wybiera tę opcję, która mu zapewnia największą

²⁷ Idea, że ludzie mogą maksymalizować wartość oczekiwaną abstrakcyjnej funkcji użyteczności zamiast maksymalizować po prostu monetarną wartość oczekiwaną została zaproponowana niezależnie przez matematyków, Gabriela Cramera i Daniela Bernoulliego, już w XVIII wieku. Pierwsze formalne podejście aksjomatyczne do teorii oczekiwanej użyteczności zostało przedstawione przez Franka Ramseya w 1926 roku. Analiza Ramseya nie miała jednak dużego wpływu na literaturę ekonomiczną, być może dlatego, że jego rozważania bardziej osadzone były w filozofii niż w teorii ryzyka. Dlatego, pierwsza aksjomatyzacja teorii oczekiwanej użyteczności, która przyciągnęła powszechną uwagę, należy do Johna von Neumanna i Oskara Morgensterna, którą zawarli w dziele *Theory of Games and Economic Behavior*, wydanej po raz pierwszy w 1944 r.

iloczynową kombinacją użyteczności i odpowiadających im prawdopodobieństw. Racjonalne wybory są dokonywane zgodnie z aksjomatami teorii użyteczności (zob. Tabela 12).

Tabela 12. Wybrane aksjomaty teorii użyteczności von Neumanna i Morgensterna

Aksjomat	Postulat
Aksjomat spójności	Gdy podjęta decyzja daje dwa różne wyniki, racjonalny decydent preferuje jeden z nich lub uznaje je za równoważne (może wtedy dokonać losowania).
Aksjomat przechodniości	Preferencje przechodzą między opcjami. Gdy racjonalny decydent preferuje wariant A nad wariantem B i wariant B nad wariantem C, to będzie też preferował wariant A nad wariantem C.
Aksjomat wyniku zupełnie pewnego	Gdy podjęta decyzja daje dwa różne wyniki: A i B, a racjonalny decydent przedkłada wynik A nad wynikiem B, preferuje otrzymanie na pewno wyniku A zamiast udziału w grze, w której z określonym prawdopodobieństwem można zdobyć A lub B. Jednocześnie preferuje wzięcie udziału w grze nad otrzymaniem na pewno wyniku B.
Aksjomat podstawialności	Gdy racjonalny decydent preferuje w równym stopniu dwa wyniki: A i B, to traktuje równoważnie udział w dwóch grach. W grze pierwszej z większym prawdopodobieństwem może osiągnąć wynik A, niż z mniejszym prawdopodobieństwem zupełnie inny wynik C. W grze drugiej z większym prawdopodobieństwem może osiągnąć wynik B, niż z mniejszym prawdopodobieństwem zupełnie inny wynik C.
Aksjomat porównywalności	Racjonalny decydent jest w stanie porównać różne warianty i zawsze zająć wobec nich stanowisko adekwatne do posiadanych preferencji.
Aksjomat silnej niezależności	Gdy wyniki A i B podjętej decyzji są dla racjonalnego decydenta obojętne, ma również stosunek obojętny do wariantów uzyskanych z połączenia obydwu wyników z zupełnie innym wynikiem C.
Aksjomat stałości	Gdy racjonalny decydent dokonuje wyboru między dwoma wariantami, bierze pod uwagę wyłącznie różnicę między nimi lub stany, w których te warianty przynoszą odmienne wyniki. Zmiana obydwu wariantów w takim samym stopniu nie wpływa na preferencje racjonalnego decydenta.

Źródło: Światowiec-Szczepańska (2012), Zaleśkiewicz (2012), Goodwin i Wright (2016).

Jedną z implikacji aksjomatów jest liniowość prawdopodobieństwa w modelu oczekiwanej użyteczności. Teoria zakłada również, że prawdopodobieństwo wyników wyborów jest decydentowi znane. W związku z nierealnością tego założenia, Savage (1954) rozszerzył teorię o możliwość zastosowania subiektywnych prawdopodobieństw i funkcji użyteczności dla wyników.

Model oczekiwanej użyteczności odegrał kluczową rolę w normatywnej analizie problemów decyzyjnych. Z czasem jednak założenia tej teorii zostały zakwestionowane.

Pierwszy, i bez wątpienia najbardziej znany tego przykład, to tak zwany *paradoks Allais*, sformułowany po raz pierwszy w 1952 roku przez ekonomistę francuskiego Maurice'a Allais (1953)²⁸. Jednak to dopiero wyniki badań empirycznych pary psychologów Kahnemana i Tversky'ego (1979), twórców przełomowej **teorii perspektywy**, przyczyniły się do bardziej powszechnej akceptacji w środowisku ekonomicznym, nierzeczywistego charakteru aksjomatyki teorii oczekiwanej użyteczności. Ich badania wykazały, że ludzie powszechnie dokonują wyboru opcji z naruszeniem aksjomatów i logiki teorii oczekiwanej użyteczności. Wskutek tych odkryć, dokonano wielu zmian w teorii, łagodząc aksjomaty i opracowując nieliniowe modele użyteczności, w celu uwzględnienia rzeczywistych zachowań decyzyjnych (Fishburn, 1988). Udoskonalenia teorii sprawiły, że model oczekiwanej użyteczności mógł być wykorzystany do scharakteryzowania indywidualnej postawy wobec ryzyka. Funkcja użyteczności jednostki może być bowiem wklęsła, liniowa albo wypukła, co oznacza różne postawy jednostki wobec ryzyka - odpowiednio awersję, neutralność albo poszukiwanie ryzyka. Mimo tych udoskonaleń, ogólne założenia teorii oczekiwanej użyteczności, tak jak założenia ekonomicznych modeli normatywnych, cechuje niska wartość opisowa (Fishburn, 1970). Nie znajdują one odzwierciedlenia w rzeczywistych zachowaniach jednostek (Schoemaker, 1982).

Współczesne badania wykazują, że jednostki podejmujące decyzje nie kierują się nawet najbardziej podstawową zasadą racjonalności, która wymaga wewnętrznej spójności preferencji (Kahneman, 2000). Umysł ludzki jest bowiem zbiorem mechanizmów psychicznych, wyspecjalizowanych w rozwiązywaniu problemów adaptacyjnych w konkretnej sytuacji (Dunbar i Barrett, 2007). Nie istnieje zatem jedna, uniwersalna reguła decyzyjna, którą posługują się podejmujący decyzje w realnym świecie i którą można by było odnieść do uogólnionego modelu racjonalności (Simon, 1955). Niezgodności między teorią racjonalną a rzeczywistym zachowaniem jednostek noszą nazwę *paradoksów racjonalności* (Zaleśkiewicz, 2012). Ich występowanie wskazuje na konieczność poszukiwania takiego podejścia badawczego, które poprzez swoje walory opisowe zwiększy wartość predykcyjną wyników.

Istotnym kryterium podziału modeli decyzyjnych jest występowanie ograniczeń informacyjnych, którym podlega optymalizacja decyzji. W przypadku braku takich ograniczeń, każdy wybór jednostka poprzedza bezbłędną analizą wszystkich dostępnych informacji. Takie

²⁸ Późniejszy laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii w roku 1988.

działania charakteryzują człowieka racjonalnego. W przeciwnym przypadku, osoba podejmuje decyzję optymalną w granicach informacji dostępnych jedynie dla niej, a więc część informacji zostaje w procesie pominięta, wskutek np. braku dostępnych danych (Zaleśkiewicz, 2012). Te ograniczenia zostały dostrzeżone i opisane w latach 50. przez H.A. Simona, co zostało przez niego wyrażone w koncepcji *ograniczonej racjonalności*²⁹.

Behawioralne modele decyzyjne opierają się na zasadzie ograniczonej racjonalności - zakładają brak możliwości pełnej optymalizacji w procesie podejmowania decyzji wskutek ograniczeń informacyjnych lub poznawczych. Oznacza to, że decydenci nie są zdolni do maksymalizacji oczekiwanej użyteczności, gdyż doświadczają istotnych ograniczeń związanych z brakiem pełnej wiedzy na temat przedmiotu i uwarunkowań decyzji, którą mają podjąć (Światowiec-Szczepańska, 2012). Jednostki podejmują decyzje jedynie satysfakcjonujące, korzystając przy tym z heurystyk (Goodwin i Wright, 2016). Przetwarzanie informacji w sposób heurystyczny polega na formułowaniu przez jednostki osądów na podstawie niekompletnych danych, dobieranych według własnego uznania (Nęcka, Orzechowski i Szymura, 2008). Wykorzystywanie heurystyk w podejmowaniu decyzji, z jednej strony pozwala jednostkom adaptować się do warunków w złożonym otoczeniu (Gigerenzer i Brighton, 2009; Gigerenzer i Selten, 2001), z drugiej natomiast niesie ze sobą ryzyko popełnienia błędu (Tversky i Kahneman, 1974).

Ograniczona racjonalność wiąże się również z szybkim przetwarzaniem informacji w sposób intuicyjny, czym różni się od racjonalności nieograniczonej, wymagającej długotrwałego myślenia analitycznego (Kahneman, 2003). Racjonalność jednostki jest również ograniczona przez strukturę zadania i zdolność umysłu do przetwarzania informacji (Simon, 1990). Do ograniczeń poznawczych umysłu należy niewielka pojemność pamięci, słaba podzielność uwagi i zniekształcenie informacji wywołane przez emocje (Nęcka i in., 2008). Coraz częściej także wskazuje się na problem *przeciążenia informacyjnego (information overload)* decydentów, którzy wskutek ograniczeń kognitywnych radzą sobie z nim w procesie podejmowania decyzji wykorzystując określone heurystyki (Światowiec-Szczepańska, 2018a; Światowiec-Szczepańska, 2018b).

Mimo wskazanych ograniczeń, jakość decyzji, jak donoszą wyniki badań, jest zbliżona do jakości decyzji podejmowanych w warunkach racjonalności nieograniczonej (Czerliński i in.,

²⁹ H. Simon za ten nurt badań otrzymał Nagrodę Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie nauk ekonomicznych w roku 1978.

1999). Dzieje się tak, ponieważ podejmowanie decyzji z ograniczoną racjonalnością jest formą ewolucyjnego przystosowania człowieka do pokonywania przeszkód zewnętrznych oraz wewnętrznych i uzyskiwania w ten sposób przewagi (Simon, 1955; 1957).

Koncepcja ograniczonej racjonalności wpłynęła na rozwój teorii podejmowania decyzji strategicznych przez menedżerów (Hambrick i Mason, 1984; Gospodarek, 2014). Badania prowadzone w ostatnich 40. latach wskazują, że rzeczywiste decyzje menedżerskie dalece odbiegają od modelu maksymalizacji oczekiwanej użyteczności i częściej są determinowane specyficzną sytuacją oraz kontekstem podejmowanych decyzji (np. March i Shapira, 1987). Te odkrycia wpłynęły na rozwój nurtu behawioralnego w badaniach decyzji menedżerskich i podejmowanego przez nich ryzyka w różnych dyscyplinach, w tym zwłaszcza w zarządzaniu i w finansach (np. Powell i in., 2011; Martin, Wiseman i Gómez-Mejía, 2016a; Hoskisson i in., 2017).

Koncepcja ograniczonej racjonalności H. Simona, była też istotnym przyczynkiem do powstania w latach 60. XX wieku, **behawioralnej teorii firmy** (*Behavioral Theory of Firm* - BTF) Cyerta i Marcha (1963). Jest ona alternatywą dla ortodoksyjnej teorii von Neumanna i Morgensterna i wizji firmy w ujęciu ekonomii neoklasycznej, która opiera się na doskonałej informacji i maksymalizacji zysków. BTF wskazuje na trzy istotne zachowania menedżerskie. Po pierwsze, menedżerowie nie maksymalizują korzyści, ale wybierają pierwszą opcję, która według nich będzie wystarczająco dobra (inaczej „*satisficing*”³⁰). To, co uważają za satysfakcjonujące zależy od ich poziomu aspiracji, a ten z kolei od szeregu innych czynników, w szczególności historii wcześniejszych wyników. Po drugie, menedżerowie poszukują danych – informacje, w tym alternatywy wyboru, w naturalny sposób do nich nie docierają, muszą zostać najpierw odkryte. Poszukiwanie jest konsekwencją wcześniejszego braku nasycenia, a kończy się osiągnięciem satysfakcjonującego wyniku. Po trzecie, menedżerowie działają zgodnie z procedurami – kiedy informacje wymagane do podjęcia w pełni racjonalnych decyzji są niedostępne lub trudne do uzyskania, działają oni według standardowych procedur

³⁰ Termin *satisficing*, będący połączeniem słów *satisfy* i *suffice*, został wprowadzony przez Herberta Simona w 1956 roku do wyjaśnienia zachowania decydentów w okolicznościach, w których nie można określić optymalnego rozwiązania. W swoim przemówieniu z okazji przyznania Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii wskazał, że "decydenci mogą zadowolić się (*satisfice*) albo znalezieniem optymalnych rozwiązań dla uproszczonego świata, albo znalezieniem satysfakcjonujących rozwiązań dla bardziej realistycznego świata. Żadne z tych podejść, ogólnie rzecz biorąc, nie dominuje nad drugim, a oba nadal współistnieją w świecie nauk o zarządzaniu" (Simon, 1979).

operacyjnych, które oszczędzają im czas potrzebny na planowanie lub prognozowanie odległej przyszłości (Gavetti i in., 2012).

Z behawioralną teorią firmy ściśle związane są pojęcia *skłonność do ryzyka* (*risk propensity*) i *postrzeganie ryzyka* (*risk perception*). Pierwsze jest definiowane jako ogólna tendencja decydenta do podejmowania lub unikania ryzyka, natomiast drugie, jako ocena podejmowanego ryzyka w danej sytuacji (Sitkin i Pablo, 1992). Badania wykazały, że skłonność do podejmowania ryzyka menedżerskiego różni się w zależności od osoby decydenta i kontekstu (np. MacCrimmon i Wehrung, 1986), w przeciwieństwie do wcześniejszych poglądów z lat 50. i 60. XX w., według których, decydentów generalnie charakteryzuje awersja do ryzyka (Pratt, 1964). Zgodnie z BTF, również postrzeganie ryzyka ma przebiegać w sposób odmienny, przede wszystkim znacznie mniej precyzyjny w porównaniu do założeń ortodoksyjnej teorii podejmowania decyzji. Menedżerowie nie utożsamiają ryzyka wyboru danej opcji jako wariancji rozkładu prawdopodobieństwa wszystkich możliwych wyników, ale jako zagrożenie wystąpienia negatywnego wyniku. Ponadto nie postrzegają oni ryzyka jako prawdopodobieństwa straty, ale raczej jako potencjalną wartość straty (MacCrimmon i Wehrung, 1986). Według BTF, w sytuacjach postrzeganych jako szanse, menedżerowie próbują wykorzystać potencjalne korzyści podejmując większe ryzyko, z kolei w sytuacjach postrzeganych jako zagrożenie przyjmują stanowisko bardziej zachowawcze (Staw i in., 1981; March i Shapira, 1987)³¹.

Behawioralna teoria firmy wzbogaciła badania nad problemem podejmowania ryzyka wyjaśniając, w jaki sposób dochodzi do wyznaczenia celu działania na poziomie organizacyjnym (Cyert i March, 1963; Martin i in., 2016a). Zgodnie z założeniem teorii, cele są wyznaczane w drodze politycznych negocjacji menedżerów najwyższego szczebla, którzy ustalają ich istotność i kolejność osiągnięcia (March, 1962, 1988). Dopiero w ten sposób utworzone koalicje lub grupy menedżerów porównują wyniki organizacji z poziomem jej aspiracji, odnoszonym do wyników historycznych lub wyników innych organizacji. Wynik porównania kształtuje preferencje menedżerskie dotyczące podejmowania ryzyka organizacyjnego. Mianowicie, gdy organizacja osiąga wynik, który jest niższy od wyznaczonego celu, menedżerowie poszukują ryzyka, natomiast gdy jest wyższy, unikają go (Cyert i March,

³¹ Psychologiczne teorie podejmowania decyzji w warunkach ryzyka (w tym teoria perspektywy), sugerują zachowanie odwrotne – podejmowanie większego ryzyka w sytuacji uzyskania straty (awersja do straty), a mniejszego ryzyka w przypadku możliwości uzyskania korzyści w postaci zysków (Kahneman i Tversky, 1979).

1963). Takie zachowanie zaobserwowano w wielu późniejszych badaniach (np. Cohen i in., 1987; Camerer, 1989; Wiseman i Bromiley, 1996; Bromiley, 2009).

Teoria perspektywy Kahnemana i Tversky'ego (1979) całkowicie usankcjonowała przeniesienie rozważań o poziomie aspiracji jako punkcie odniesienia do określania kontekstów zysków i strat, z poziomu organizacyjnego na poziom indywidualny. Dalsze badania w zakresie decyzji menedżerskich w ekonomii, finansach i zarządzaniu zaczęły odtąd śmiało korzystać z odkryć teorii psychologii.

2.2. Psychologiczne teorie podejmowania decyzji

W badaniach nad podejmowaniem indywidualnych decyzji, szczególnie użyteczne są odkrycia subdyscypliny zwanej **psychologią ekonomiczną**. W odróżnieniu do popularnej obecnie w literaturze ekonomii behawioralnej, tworzona jest ona nie przez ekonomistów zainteresowanych psychologią, lecz przez psychologów zainteresowanych ekonomią (Zaleśkiewicz, 2012). O ile ekonomia neoklasyczna proponuje normatywne modele zachowania człowieka, które wyznaczają zasady racjonalnego dokonywania wyborów, o tyle psychologia ekonomiczna przygląda się temu, jak w rzeczywistości ludzie podejmują decyzje, a następnie swoje obserwacje konfrontuje z teoriami ekonomicznymi (Zaleśkiewicz, 2012). Badania w ramach tego nurtu zwykle przeprowadza się w trzech etapach. Na etapie pierwszym odwołuje się zazwyczaj do jednej z klasycznych teorii. Na etapie drugim poszukuje się odchyleń w realnych zachowaniach jednostek od założeń danej teorii, w wyniku czego zostaje zaprezentowany model alternatywny, uwzględniający psychologiczne osobliwości zachowań ekonomicznych, który ma poprawić walory opisowe modelu wyjściowego. Na etapie trzecim model alternatywny poddaje się testom empirycznym, z wykorzystaniem metod zaczerpniętych z psychologii. W efekcie powstaje nowa teoria lub uzupełnienie teorii klasycznej o elementy behawioralne (Zaleśkiewicz, 2012). Od lat 50. XX wieku powstało w ten sposób kilka modeli podejmowania decyzji, konkurencyjnych w stosunku do ortodoksyjnego modelu von Neumanna i Morgensterna (Zaleśkiewicz, 2012). Wyniki tych badań można sprowadzić do trzech klas odchyleń od racjonalnego modelu podejmowania decyzji: niestandardowych preferencji, niestandardowych przekonań oraz niestandardowego podejmowania decyzji. W zakresie niestandardowych preferencji badano preferencje czasowe (związane z samokontrolą), preferencje dotyczące ryzyka oraz preferencje społeczne. Badania

niestandardowych przekonań objęty nadmierną pewnością siebie, prawo małych liczb³² oraz *błąd projekcji (projection bias)*³³. W przypadku niestandardowego podejmowania decyzji badano natomiast *ramy odniesienia (framing)*, ograniczoną uwagę, *efekt menu*³⁴, perswazję i presję społeczną oraz emocje (DellaVigna, 2009).

Psychologiczna ocena racjonalności nie dotyczy działania jako obserwowalnego zachowania, ale sposobu, w jaki jednostki przetwarzają informacje, na podstawie których podejmują decyzje. Racjonalność jest tu interpretowana w kontekście niejawnych myśli lub przekonań. Zachowanie może być więc w tym sensie uznane za racjonalne tylko wtedy, gdy jest poprzedzone procesem rozumowania (Kacelnik, 2006). Tą ścieżką podążyły badania dotyczące menedżerów najwyższego szczebla i wyboru strategii, ewoluując od podejścia normatywnego i strukturalnego do podejścia behawioralnego i poznawczego (zob. np. Pugliese i in., 2009).

Psychologiczne modele wyboru ryzykownego kładą nacisk na **mechanizmy poznawcze (cognitive)** lub **mechanizmy motywacyjne (motivational)** (Scholer, Zou, Fujita, Stroessner i Higgins, 2010), przy czym te pierwsze wydają się być częstszym przedmiotem uogólnionych teorii użyteczności (Camerer, 1989). Za najbardziej znany poznawczy model ryzykownego wyboru uważa się **teorię perspektywy** psychologów D. Kahnemana i A. Tversky'ego (1979, 1992). Wprowadziła ona funkcję wartości o kształcie odwzorowującym obiektywne wyniki z subiektywnych doświadczeń. Zastosowane przez twórców teorii podejście w badaniach nad podejmowaniem decyzji indywidualnych w warunkach ryzyka, łączyło psychologię, teorię podejmowania decyzji i ekonomię behawioralną (Higgins i Liberman, 2018).

Zgodnie z teorią perspektywy podejmowanie decyzji odbywa się w dwóch fazach: edycji i oceny. W fazie edycji jednostka wstępnie analizuje sytuację w celu uproszczenia problemu decyzyjnego, co czyni za pomocą kilku heurystyk, m.in. heurystyki kodowania wyników. Heurystyka ta prowadzi do ustalenia, które wyniki będą interpretowane, na podstawie punktu odniesienia funkcji wartości, jako zysk, a które jako strata. Następnie, w fazie oceny, jednostka ustala wartości poszczególnych wariantów (tzw. perspektyw) i wybiera ten o najwyższej,

³² Zgodnie z tym prawem, jednostki mają skłonność do wyolbrzymiania stopnia, w jakim próby przypominają populację, z której są pobierane (Rabin, 2002).

³³ Jednostki mają błędne oczekiwania, że ich przyszłe preferencje będą zbliżone do ich obecnych preferencji (DellaVigna, 2009).

³⁴ *Efekt menu* występuje wtedy, gdy jednostki są skłonne do różnicowania wyborów w stosunku do zbioru dostępnych opcji, a względną dostępnością alternatywnych możliwości można manipulować poprzez drobne modyfikacje ich opisu (Fox i in., 2005).

subiektywnej wartości (Kahneman i Tversky, 1979; Tversky i Kahneman, 1992; Zaleśkiewicz, 2012).

Założeniem funkcji wartości w opisywanej teorii jest dokonywanie przez jednostki oceny zysków i strat w stosunku do neutralnego punktu odniesienia (Kahneman i Tversky, 1979). Jak wynika z badań empirycznych, funkcja wartości jest bardziej stroma poniżej niż powyżej punktu odniesienia, co wskazuje na większą subiektywną wrażliwość na zmiany obiektywnej wartości (Kahneman i Tversky, 1979; Tversky i Kahneman, 1992). Oznacza to występowanie awersji do strat (Higgins i Liberman, 2018), będącej główną koncepcją teorii perspektywy (Kahneman i Tversky, 1979). *Awersja do strat* stanowi fundamentalny czynnik wpływający na osądy i decyzje (Simonson i Kivetz, 2018). Straty wywierają bardziej intensywny wpływ emocjonalny niż równoważne korzyści (Kahneman i in., 1990). Oznacza to, że ta sama suma pieniędzy powoduje większy ból przy stracie niż przyjemności przy uzyskaniu (Shavitt, 2018). Z tego właśnie powodu funkcja wartości przyjmuje asymetryczny kształt względem punktu odniesienia (Kahneman i Tversky, 1979; Tversky i Kahneman, 1992).

Dowodami na istnienie zjawiska awersji do strat są takie zjawiska, jak *efekt posiadania* (*endowment effect*)³⁵, czy *efekt statusu quo* (*status quo bias*)³⁶ (Kahneman i in., 1991). Również znacznie nowsze badania empiryczne, w tym z wykorzystaniem rezonansu magnetycznego (fMRI), wykazały występowanie aktywności części mózgu zinterpretowanych jako obecność awersji do strat (Tom i in., 2007). Takie wyniki badań empirycznych spowodowały, że awersja do strat została powszechnie przyjęta w naukach społecznych jako uniwersalna zasada i podstawowy opis wyboru człowieka zbliżony do prawa naturalnego (Shavitt, 2018). Tak rozumiana awersja do strat oznacza, że efekt ten może być utrwalony od urodzenia i może również występować u innych gatunków³⁷ (Simonson i Kivetz, 2018).

Druga grupa modeli podejmowania decyzji ryzykownych zajmuje się mechanizmem motywacyjnym decydentów. Motywacja jest głównym przedmiotem rozważań teoretycznych w psychologii (Thierry, 1998). Odgrywa bowiem kluczową rolę w każdej teorii ludzkiego

³⁵ *Efekt posiadania* oznacza, że ludzie cenią wyżej te dobra, które już posiadają (Kahneman i in., 1990). Powoduje to nieefektywność rynku i nieprawidłowości w wycenie – oferowane ceny sprzedaży są zwykle około trzy razy wyższe od cen kupna (Horowitz i McConnell, 2002).

³⁶ *Efekt statusu quo* oznacza, że ludzie wykazują silną tendencję do pozostawiania przy tych samych rzeczach i stanach, gdyż wszelkie zmiany wiązałyby się z ryzykiem pogorszenia dotychczasowej sytuacji. Innymi słowy niedogodności związane ze zmianą mogłyby być większe niż potencjalne zyski (Kahneman i in., 1991).

³⁷ Występowanie zjawiska awersji do strat wykazano w badaniach empirycznych także u niektórych gatunków zwierząt (np. M.K. Chen i in., 2006; Shafir, Waite i Smith, 2002; Wong i Jennions, 2003; Kacelnik i Bateson, 1997; Weber, Shafir i Blais, 2004).

zachowania (Wowak i in., 2017) i dotyczy podstawowych wyznaczników ludzkich zachowań – przyczyn, intensywności, czasu trwania i kierunku zachowań (Thierry, 1998). Jednostki za pośrednictwem umysłu odpowiadają na bodźce motywacyjne, podejmując decyzje prowadzące do osiągnięcia celu (Simon, 1986). Bodźce motywacyjne wywierają zatem silny wpływ na rzeczywiste zachowania jednostek (np. Barrick i in., 2002; Lanaj i in., 2012) i podejmowane decyzje.

Ze względu na brak akceptowanej powszechnie ogólnej teorii motywacji, rozdrobnione są również badania empiryczne. Sytuacja ta wynika z braku konsensusu i konsekwencji w zakresie definiowania podstawowych pojęć, ich operacjonalizacji oraz metod analizy danych (Thierry, 1998). Literatura psychologiczna podaje różne definicje motywacji, które można generalnie podzielić na wynikające z teorii potrzeby i teorii celu (Thierry, 1998). Teorie potrzeby zakładają istnienie pewnych podstawowych, pierwotnych potrzeb fizjologicznych, nastawionych na przetrwanie jednostki. Gdy te potrzeby zostaną aktywowane, popychają jednostkę do szukania możliwości ich zaspokojenia, zaś zaspokojenie potrzeby przywraca saldo wewnętrzne człowieka do stanu pierwotnego (Thierry, 1998). Teorie celów zakładają z kolei, że gdy jednostka uzna określone cele za atrakcyjne, zostanie wywołane u niej zachowanie zmierzające do ich osiągnięcia, natomiast, gdy uzna je za nieatrakcyjne, następstwem będzie zachowanie zmierzające do zapobieżenia ich wystąpieniu (Thierry, 1998). Należy zaznaczyć, że od czasów teorii Maslowa (1954), pojęcie potrzeby jest używane w wielu innych teoriach w bardzo ogólnym sensie, także jako „pragnienie” czy „życzenie”, przez co kontrast między „potrzebą” a „celem” został częściowo utracony (Thierry, 1998).

Literatura jest zgodna, że motywacja wywiera istotny wpływ na preferencje ryzyka (Atkinson, 1957; Josephs i in., 1992; Larrick, 1993; Lopes, 1987; Mishra i Fiddick, 2012; Schneider i Lopes, 1986; Scholer i in., 2010). Motywacyjne modele podejmowania ryzykownych decyzji rozróżniają motywację do maksymalizacji wyników i motywację do unikania porażek (Atkinson, 1957; Lopes, 1987). Innymi słowy, jednostki mogą dążyć do osiągnięcia przyjemności lub uniknięcia bólu. Ta hedonistyczna zasada leży u podstaw różnych modeli motywacji i podejmowania decyzji, w tym modeli uczenia się zwierząt (Mowrer, 1960), modeli osobowości (Maehr i Sjogren, 1971), społecznych modeli psychologicznych (Ajzen, 1985) oraz wspomnianych wcześniej modeli poznawczych (Edwards, 1955; Kahneman i Tversky, 1979).

Wynik dążenia do celu ma różną wartość w zależności od znaczenia celu dla ogólnej orientacji danej jednostki. Ludzie odczuwają większą korzyść, gdy dążą do określonych celów, które są istotne dla ich orientacji motywacyjnych (Brunstein i in., 1998; Clary i in., 1994) lub dla ich głównych celów życiowych. Wówczas ogólne zadowolenie człowieka z życia wzrasta (Sheldon i Elliot, 1999). W zakresie psychologicznym problem ten opisuje **teoria ukierunkowań regulacyjnych** (*Regulatory Focus Theory - RFT*), przedstawiona po raz pierwszy przez Higginsa (1997, 2000). Jest ona obecnie jednym z ważniejszych współczesnych modeli samoregulacji, obejmujących procesy planowania, realizowania, monitorowania i modyfikowania działań (Bąk, 2008). RFT należy do obszaru psychologii poznawczej „Ja” (Bąk, 2008)³⁸. Punktem wyjścia, z którego Higgins (1997) ostatecznie rozwinął teorię ukierunkowań regulacyjnych, była teoria rozbieżności Ja (*self-discrepancy theory*) (Higgins i Cornwell, 2016). Autor ten zaczerpnął z niej kluczowe rozróżnienie ideałów (*ideals*) i powinności (*oughts*) jako dwóch odrębnych typów standardów „Ja”³⁹. Standardy te uczynił centralnymi kategoriami w opisywanym przez teorię ukierunkowań regulacyjnych systemie samoregulacji (Bąk, 2008).

Samoregulującymi systemami motywacyjnymi są dwa ukierunkowania: na promocję oraz na prewencję (Lanaj i in., 2012; Higgins, 2018). Wpływają one na podejmowanie decyzji (Gino i Margolis, 2011), a konkretnie na styl przetwarzania informacji w warunkach ryzyka (Förster i in., 2003) oraz kategoryzację wyników w warunkach niepewności (Molden i Higgins, 2004).

Ukierunkowanie na promocję (*promotion focus*) wywołuje w jednostce działanie poszukujące ryzyka (Crowe i Higgins, 1997; Zhou i Pham, 2004). Większa skłonność do podejmowania ryzyka posiadaczy dominującego ukierunkowania na promocję wynika ze zwiększonego poczucia pewności co do potencjalnych korzyści i postrzegania ryzykownych

³⁸ Psychologia poznawcza „Ja” traktuje osobowość człowieka jako system jego wiedzy osobistej, w którym człowiek jako aktywny podmiot zbiera, integruje i przetwarza informacje po to, aby skutecznie przewidywać rzeczywistość, planować własne działania i sterować nimi (zob. Bąk, 2008).

³⁹ *Ja idealne* (*the ideal self*) jest reprezentacją poznawczą takiego *Ja*, jakim osoba chciałaby się stać, i jako takie wiąże się z nadziejami, życzeniami i aspiracjami odnośnie do własnej osoby. W odróżnieniu od tego, treścią *Ja powinnościowego* (*the ought self*) są reprezentacje takiego *Ja*, jakim osoba być powinna, w tym sensie, że wiąże się to z jej poczuciem obowiązku, zobligowania i odpowiedzialności (Bąk, 2008). Zgodnie z teorią rozbieżności Ja (*self-discrepancy theory*), kiedy jednostki postrzegają swoje „rzeczywiste ja” jako pasujące do ich „idealnego ja”, doświadczają pozytywnych emocji o wysokim zaangażowaniu, takich jak radość i wesołość. W przeciwieństwie do tego, gdy jednostki postrzegają swoje „rzeczywiste ja” jako pasujące do „powinnościowego ja”, doświadczają pozytywnych emocji o niskim poziomie zaangażowania, takich jak spokój i relaks (Higgins i in., 1985). Z kolei, kiedy jednostki doświadczają rozbieżności między swoim „rzeczywistym ja” a „idealnym ja”, doświadczają negatywnych emocji o niskim poziomie zaangażowania, takich jak smutek i zniechęcenie. W przeciwieństwie do tego, gdy osoby doświadczają rozbieżności między swoim „rzeczywistym ja” a „ja powinnościowym”, doświadczają negatywnych emocji o wysokim poziomie zaangażowania, takich jak niepokój i napięcie (Higgins, 1987; Higgins i in., 1985).

decyzji jako szans na osiągnięcie zysków (Molden i Higgins, 2004; Kluger i in., 2004). Dzieje się tak, ponieważ jednostki te dążą do stanu końcowego w postaci postępu, awansu i osiągnięć oraz wykorzystują kreatywne metody rozwiązywania problemów (Kark i van Dijk, 2007; Gino i Margolis, 2011; Förster, Higgins i Bianco, 2003), skupiając się na celach maksymalnych (Kelleri in., 2008). **Ukierunkowanie na prewencję** (*prevention focus*) wywołuje z kolei w jednostce podejmowanie działań odtwórczych (Friedman i Förster, 2001), zachowawczych i unikających (Crowe i Higgins, 1997). Większa podatność na awersję do ryzyka jednostek ukierunkowanych na prewencję (Molden i Higgins, 2004) wynika z tego, że dążą do stanów końcowych opartych na bezpieczeństwie, tradycji i zgodności (Kark i van Dijk, 2007). Jednostki te mają defensywną orientację w dążeniu do minimalnych celów, dlatego zachowanie obranego kursu jest przez nie postrzegane jako bezpieczna decyzja (Keller i in., 2008).

Osoby z silnym ukierunkowaniem na promocję lub prewencję będą w różny sposób konceptualizować pozytywne i negatywne stany końcowe. Osoby silnie ukierunkowane na promocję będą postrzegać status quo („0”) jako niepożądany stan końcowy („brak zysku”), którego należy unikać, a awans („+1”) jako pożądaną stan końcowy („zysk”), do którego należy dążyć. W przeciwieństwie do tego, osoby silnie ukierunkowane na prewencję będą postrzegać spadek poniżej status quo („-1”) jako niepożądany stan końcowy („strata”), którego należy unikać, a utrzymanie go jako pożądaną stan końcowy („zysk”), do którego należy dążyć. Oznacza to, że status quo („0”) jako stan końcowy będzie miał inną wartość w zależności od tego, czy dana osoba jest bardziej ukierunkowana na promocję, czy na prewencję: w przypadku promocji status quo jest negatywny; w przypadku prewencji status quo jest pozytywny.

Ukierunkowanie regulacyjne (promocja i prewencja) zawiera zatem podstawowe elementy teorii rozbieżności Ja (odpowiednio rzeczywiste i pożądane stany końcowe), ale nie ogranicza się do nich. Teoria ukierunkowań regulacyjnych podkreśla strategiczne środki stosowane w celu zbliżenia się do tych dwóch pożądanych stanów końcowych, a nie tylko psychologiczny dystans między obecnym stanem a tymi dwoma pożądanymi stanami końcowymi.

Ukierunkowanie na promocję i na prewencję skutkują nie tylko odmiennie doświadczanymi przez jednostki sukcesami i porażkami, ale także różnymi preferowanymi strategiami dążenia do celu. Preferowanymi środkami do osiągnięcia celów towarzyszącymi ukierunkowaniu na promocję, związanych z rozwojem i aspiracjami, są tzw. „strategie gorliwości” (*eager*), a w przypadku obaw towarzyszących ukierunkowaniu na prewencję, związanych z

bezpieczeństwem i zobowiązaniami, preferowanymi środkami do ich osiągnięcia są tzw. „strategie czujności” (*vigilant*) (Bąk, 2008; Higgins i Cornwell, 2016).

Strategia gorliwa kładzie nacisk na szybkość i osiągnięcie maksymalnych poziomów wyników (Förster, Higgins i Bianco, 2003; Pennington i Roese, 2003; C. Wu i in., 2008; Crowe i Higgins, 1997). Z powodu pozytywnego nastawienia na wynik, strategiczną skłonnością jednostek z chronicznym ukierunkowaniem na promocję jest dążenie do osiągnięcia wyniku w tzw. „stanie gorliwości” (*state of eagerness*) (Hamstra i in., 2011). Strategia czujności jest natomiast skoncentrowana na dokładności i spełnieniu minimalnych standardów wyników (Förster i in., 1998; Higgins, 1998; Crowe i Higgins, 1997). Z powodu negatywnego nastawienia na wynik, strategiczną skłonnością jednostek chronicznie ukierunkowanych na prewencję jest unikanie zagrożenia utratą bezpieczeństwa oraz status quo w tzw. „stanie czujności” (*state of vigilance*) (Hamstra i in., 2011). Główne różnice między ukierunkowaniem na promocję i ukierunkowaniem na prewencję zostały przedstawione w tabeli 13.

Tabela 13. Główne różnice między ukierunkowaniem na promocję i na prewencję

Komponent	Ukierunkowanie na promocję	Ukierunkowanie na prewencję
Główne cele	Sukces	Bezpieczeństwo
Główne imperatywy	Ideały, nadzieje i aspiracje	Powinności, obowiązki i zobowiązania
Doświadczenie sukcesu	Zysk (+1)	Brak straty (0)
Doświadczenie porażki	Brak zysku (0)	Strata (-1)
Preferowana strategia	Strategie gorliwe; przekraczające i wykraczające poza status quo	Strategie czujne; utrzymujące lub przywracające status quo

Źródło: Higgins i Cornwell (2016).

W przypadku teorii rozbieżności Ja, standardy „Ja” – ideałów (*ideals*) i powinności (*oughts*) – uznaje się jako chroniczną predyspozycję osobowościową, dlatego badania ograniczały się głównie do identyfikowania i rozróżnienia osobowościowego. Teoria ukierunkowań regulacyjnych obydwu ukierunkowania – promocyjne i prewencyjne – traktuje natomiast jako od siebie niezależne, tak że jednostka może być słabo ukierunkowana w obydwu, silnie w jednym, ale słabo w drugim lub w obu silna. Niewiele również uwagi poświęcano stanom motywacyjnym indukowanym sytuacyjnie. Teoria ukierunkowań regulacyjnych przewidywała ten problem. Aby zrozumieć wpływ motywacji sytuacyjnej teoria ukierunkowań regulacyjnych założyła niezależne działanie ukierunkowań na trzech poziomach abstrakcji motywacyjnej:

systemowej, strategicznej i taktycznej. Poziom systemowy odzwierciedla preferencje dla stanów końcowych, poziom strategiczny – ogólną preferencję środków dążenia do celu, a poziom taktyczny – preferencję środków specyficznych dla danej sytuacji (Scholer i Higgins, 2008).

Preferowane strategie wprowadzane są w dany kontekst sytuacyjny na poziomie taktycznym (Scholer i Higgins, 2008). Na tym poziomie jednostki mogą przyjąć odpowiednią taktykę działania, odpowiadającą warunkom określonej presji sytuacyjnej, dostosowując dwa rodzaje błędów decyzyjnych: błąd ryzyka (*risky bias*), zwiększający ich skłonność do podejmowania ryzyka i skutkujący przyjęciem taktyki ryzykownej oraz błąd zachowawczy (*conservative bias*), ograniczający ich skłonność do podejmowania ryzyka i skutkujący przyjęciem taktyki zachowawczej (Crowe i Higgins, 1997). W przypadku przyjęcia taktyki ryzykownej, prawdopodobieństwo, że jednostka pominie nadarzającą się okazję do osiągnięcia zysku jest niskie, ale jednocześnie istnieje ryzyko podjęcia przez nią wielu błędnych decyzji, mogących doprowadzić do straty (błąd typu I). W przypadku przyjęcia taktyki zachowawczej, mało prawdopodobne jest natomiast, aby jednostka nie dostrzegła w porę zagrożenia podjęcia błędnej decyzji, co pozwoli jej uniknąć poniesienia straty, ale jednocześnie pominie wiele nadarzających się okazji do osiągnięcia zysku (błąd typu II) (Bąk, 2008)⁴⁰.

Przyjęcie przez jednostkę taktyki bardziej ryzykownej lub bardziej zachowawczej zależy od jej uwarunkowanego sytuacyjnie stanu obecnego (Higgins i Liberman, 2018), tj. od tego, czy znajduje się ona w domenie zysku czy straty (Zou i in., 2014; Scholer i in., 2010). W domenach tych ukierunkowania regulacyjne wpływają na wartość różnych opcji decyzyjnych w sposób, który nie jest objęty zasadą awersji do strat (Higgins i Liberman, 2018), co przyczynia się do zrozumienia ryzyka podejmowania decyzji niezależnie od wkładu teorii perspektywy (Higgins i Cornwell, 2016)⁴¹.

⁴⁰ Zdolność do zmiany taktyki w odpowiedzi na kontekst sytuacyjny wynika z niezależności każdego z poziomów abstrakcji motywacyjnej (P.D. Johnson i in., 2015). Błędem jest zatem utożsamianie wprost systemu motywacyjnego promocji z błędem ryzyka (*risky bias*), a systemu motywacyjnego prewencji z błędem zachowawczym (*conservative bias*) (Higgins i Liberman, 2018).

⁴¹ Wnioski z badań w ramach teorii perspektywy są takie, że jednostki poszukują ryzyka bardziej w domenie strat niż w domenie zysków, w której generalnie mają awersję do ryzyka (Kuhberger, 1998; Kuhberger, Schulte-Mecklenbeck i Perner, 1999; V. Schneider, 1992). Tymczasem zgodnie z teorią ukierunkowań regulacyjnych jednostki mogą „przełączać się” między poszukiwaniem ryzyka a awersją do ryzyka w tej samej domenie (tj. w ramach domeny strat lub zysków), wybierając lepszą taktykę (ryzykowną lub zachowawczą) służącą ich potrzebom motywacyjnym w danej sytuacji. Nawet jednostki z motywacją prewencyjną wybiorą taktykę ryzykowną w danej sytuacji, gdy będą zmuszone utrzymać lub przywrócić status quo (stan braku strat) (Scholer i in., 2010; Zou i in., 2014).

Domena straty jest stanem, w którym jednostka znajduje się poniżej punktu status quo („0”) (Scholer i in., 2010). Osoba ukierunkowana na prewencję jest napędzana chęcią utrzymania status quo („0”) przeciwko gorszemu stanowi („-1”). Tak więc, gdy znajduje się ona w stanie „0”, przyjmie konserwatywne taktyki, aby zmaksymalizować możliwość jego utrzymania, ale gdy znajdzie się w stanie „-1”, przyjmie ryzykowne taktyki, aby zmaksymalizować możliwość przywrócenia stanu „0”. Konserwatywne taktyki typowe dla prewencji służą zatem raczej utrzymaniu satysfakcjonującego status quo („0”) niż są nieodłącznym elementem prewencji jako takiej. W przeciwieństwie do tego, ukierunkowanie na promocję, związane z różnicą między stanem „0” a „+1”, nie miałyby wpływu na spadek poniżej status quo, ponieważ z motywacyjnego punktu widzenia zarówno status quo („0”), jak i stany poniżej status quo („-1”) reprezentują niepowodzenia w wyjściu poza status quo („+1”), a zatem te dwa stany są w dużej mierze motywacyjnie nierozróżnialne dla osób ukierunkowanych na promocję (Scholer i in., 2010)⁴².

Z kolei domena zysku jest stanem, w którym jednostka znajduje się powyżej punktu status quo („0”) (Zou i in., 2014). Znajdując się w domenie zysku, jednostki ukierunkowane na promocję generalnie wykazują preferencję do przyjmowania taktyki ryzykownej w stosunku do zachowawczej, jednak tylko w przypadku możliwości osiągnięcia jeszcze większych zysków. Po osiągnięciu dostatecznego postępu w wyniku zastosowania taktyki ryzykownej, kiedy jednostki te osiągną swój punkt odniesienia („+1”), zaczynają stosować taktykę bardziej zachowawczą, awersyjną względem ryzyka (Zou i in., 2014)⁴³. W przypadku jednostek ukierunkowanych na prewencję, różnica między status quo („0”) a stanem zysku („+1”) nie ma znaczenia (Zou, Scholer i Higgins, 2014). Obydwa punkty oznaczają bowiem dla nich korzystny

⁴² W domenie straty nie ma różnicy w postrzeganiu ryzyka (*risk perception*) między jednostkami ukierunkowanymi na promocję a jednostkami ukierunkowanymi na prewencję, a jedynie w wartości powrotu do punktu odniesienia status quo („0”) (Higgins i Liberman, 2018). Choć obydwie grupy jednostek będących w stanie straty tak samo postrzegają ryzyko (Thaler i Johnson, 1990; V. Schneider, 1992), powrót do punktu odniesienia status quo („0”) jest ważniejszy dla jednostek ukierunkowanych na prewencję, które są w tej sytuacji gotowe zapłacić cenę wyboru taktyki ryzykownej (Higgins i Liberman, 2018).

⁴³ U podstaw taktycznej zmiany preferencji ryzyka w ramach systemu promocji leży postrzeganie postępu (Zou i in., 2014). Postęp może być ważnym sygnałem kierującym wysiłkami samoregulacyjnymi (Carver i Scheier, 1990). Postrzegany postęp jest sygnałem regulacyjnym dla osób ukierunkowanych na promocję, które kierują swoimi wyborami między taktykami ryzykownymi i zachowawczymi (Zou i in., 2014). Kiedy jednostki dostrzegają, że nie poczyniły dostatecznych postępów w dążeniu do swojego celu, zwiększają wysiłki (Heath i in., 1999; Locke i Latham, 1990), a gdy poczyniony postęp jest wystarczający, często ograniczają wysiłek skierowany na ten cel i skupiają się na dążeniu do innych celów (Fishbach i in., 2006; Fishbach i Zhang, 2008; Koo i Fishbach, 2008).

stan braku strat⁴⁴. Zgodnie z przewidywaniami, w badaniach Zou, Scholera i Higginsa (2014), osoby z silnym ukierunkowaniem na promocję znacznie częściej wybierały wybór konserwatywny niż ryzykowny w warunkach „dużego zysku”, zaś silne ukierunkowanie na prewencję nie miało mocy predykcyjnej w wyborze konserwatywnego i ryzykownego wyboru.

Podsumowując, niezależnie od ukierunkowania regulacyjnego na poziomie systemowym i strategicznym, jednostki samoregulują swoje zachowania na poziomie taktycznym, dostosowując je do czynników sytuacyjnych. W domenie strat, osoby silnie ukierunkowane na prewencję są skłonne przyjąć ryzykowne taktyki, jeśli jest to konieczne do przywrócenia status quo. W domenie zysków, osoby z silnym ukierunkowaniem na promocję przejdą na taktykę zachowawczą, gdy dostrzegą, że poczyniono rzeczywiste postępy wykraczające poza status quo. Wnioski z powyższej analizy przedstawiono w tabeli 14.

Tabela 14. Preferowane taktyki na różnych poziomach psychologicznych według ukierunkowania regulacyjnego

Stan psychologiczny	Ukierunkowanie na prewencję	Ukierunkowanie na promocji	Badania empiryczne
Na poziomie status quo	Zachowawcze	Ryzykowne	Crowe i Higgins (1997)
Poniżej status quo	Ryzykowne, jeśli konieczne jest przywrócenie status quo; zachowawcze, jeśli status quo zostanie przywrócony	Brak silnych preferencji	Scholer, Zou, Fujita, Stroessner i Higgins (2010)
Powyżej status quo	Brak silnych preferencji	Ryzykowne, jeśli możliwe powiększenie zysku/postępu; zachowawcze po osiągnięciu postępu	Zou, Scholer i Higgins (2014)

Źródło: Higgins i Cornwell (2016).

Ukierunkowania regulacyjne coraz częściej są wskazywane w literaturze zarządzania jako kluczowe cechy motywacyjne wywierające bezpośredni wpływ na zachowania osób decyzyjnych (Chatterjee i Hambrick, 2011), a przez to bardziej proksymalne dla działań strategicznych przedsiębiorstw (P.D. Johnson i in., 2015; Gamache i in., 2015). Ściślej, są cechami, które wpływają na sposób, w jaki dyrektorzy generalni oceniają wybory strategiczne

⁴⁴ W przypadku jednostek ukierunkowanych na prewencję postęp nie będzie miał zatem wpływu na ich preferencje (Higgins i Liberman, 2018). Dlatego w domenie zysku jedynie motywacja promocyjna przewiduje możliwość sytuacyjnego „przełączania się” jednostek między ryzykowną i zachowawczą taktyką, w zależności od stopnia postępu, którego doświadczają (Zou i in., 2014).

dla swoich przedsiębiorstw i dokonują wyboru działań do zrealizowania (Gamache i in., 2015). Teoria ukierunkowań regulacyjnych uwzględnia indywidualne różnice między menedżerami, dzięki czemu można badać przyczyny przyjmowania przez nich określonych tendencji motywacyjnych i strategicznych w dążeniu do osiągnięcia swoich celów (Gamache i in., 2015). W przeciwieństwie do poznawczej teorii perspektywy (Kahneman i Tversky, 1979), motywacyjna teoria ukierunkowań regulacyjnych stanowi kompleksową ramę teoretyczną dla zrozumienia subiektywnego wartościowania wyniku przez jednostkę (Higgins i Cornwell, 2016; Higgins i Liberman, 2018), a także może istotnie przyczynić się do zrozumienia podejmowania decyzji ryzykownych (Higgins i Cornwell, 2016).

Badania wskazują, że teoria ukierunkowań regulacyjnych jest szczególnie użyteczną koncepcją w wyjaśnianiu decyzji podejmowanych w środowisku organizacyjnym, znacznie lepszą od badania wpływu innych cech osobowości decydentów (Gamache i in., 2015). Przewaga ukierunkowań regulacyjnych nad innymi cechami osobowości w wyjaśnianiu decyzji menedżerskich, wynika z trzech aspektów. Pierwszy dotyczy motywacyjnego charakteru ukierunkowań, koncentrującego się na działaniach, a nie, jak w przypadku innych cech osobowości, na przekonaniach lub ocenach jednostki. Drugi aspekt dotyczy wpływu ukierunkowań regulacyjnych jednostki przede wszystkim na jej dążenie do celu (*goal striving*), podczas gdy inne cechy osobowościowe wpływają jedynie na ustalanie celów (*goal setting*), poprzez określanie ich treści oraz poziomu trudności. Z tego wynika aspekt trzeci – mianowicie ukierunkowania regulacyjne są bardziej proksymalne dla zachowań, dla których procesy motywacyjne są jedynie mediatorami (Gamache i in., 2015).

Przedstawiony kierunek rozwoju teorii podejmowania decyzji wskazuje na wzrost znaczenia teorii behawioralnych i psychologicznych, użytecznych w wyjaśnianiu zachowań menedżerskich i organizacyjnych.

2.3. Znaczenie i badanie czynników dyspozycyjnych w procesie podejmowania decyzji

Zastosowanie teorii behawioralnych i psychologicznych w badaniu postaw i zachowań człowieka wobec ryzyka wpłynęło na wzrost zainteresowania badaczy czynnikami o charakterze indywidualnym, zwanych również dyspozycyjnymi, mających potencjalny wpływ na podejmowane ryzyko i decyzje ryzykowne w przedsiębiorstwie. Podejście to (*dispositional*

view) kładzie nacisk na różnice w indywidualnych predyspozycjach menedżerów (Kogan i Wallach, 1967; Weber i in., 2002; Guzowska i Doszyń, 2014). Pierwsze studia w tym obszarze pojawiły się w ramach badań deskryptywnej teorii wyższych szczebli zarządzania (*Upper Echelons Theory* – UET), koncentrujących się na indywidualnych cechach osobowościowych menedżerów, kształtujących „orientacje”, które wpływają na ich konstrukcję rzeczywistości. Teoria wyższych szczebli, rozwinięta w zarządzaniu w latach 80. XX w., opiera się na założeniu o ograniczonej racjonalności i zakłada istnienie różnic między menedżerami co do tego, jak dostrzegają i interpretują informacje (Hambrick i Mason, 1984).

Podejście dyspozycyjne w badaniach nad ryzykiem menedżerskim nadaje priorytetowe znaczenie indywidualnym cechom i naturalnym predyspozycjom decydenta (Sitkin i Pablo, 1992; Pablo, 1997). Za istotne dla zachowań uznaje się już samo podejście do ryzyka (Sitkin i Pablo, 1992; Forlani i in., 2002), które jest tu traktowane jako określona, względnie stabilna reakcja na postrzeganą niepewność, zawierającą się w spektrum zachowań – od awersji do ryzyka poprzez tolerancję ryzyka aż po poszukiwanie ryzyka (Hillson i Murray-Webster, 2007). Jednym z głównych problemów badawczych są **wrodzone skłonności menedżerów do podejmowania ryzyka (*risk propensity*)**, które można zdefiniować jako indywidualne tendencje do podejmowania lub unikania ryzyka wyznaczające ogólne prawdopodobieństwo, że dana osoba zachowa się w bardziej lub mniej ryzykowny sposób (K.D. Miller i Bromiley, 1990, Sitkin i Pablo, 1992). Spośród czynników warunkujących zachowania ryzykowne, skłonność do ryzyka dominuje zarówno nad rzeczywistymi, jak i postrzeganymi (*perceived*) czynnikami sytuacyjnymi (Sitkin i Pablo, 1992). Analiza literatury nie pozwala na wyznaczenie wyraźnych granic między determinantami skłonności do ryzyka (*risk propensity*) i postrzegania ryzyka (*risk perception*). Udało się natomiast potwierdzić bezpośredni wpływ na decyzje, zarówno skłonności do ryzyka (S.L. Schneider i Lopes, 1986; MacCrimmon i Wehrung, 1990), jak i postrzegania ryzyka (Pablo i in., 1996; Forlani i Mullins, 2000). Wykazano także moderującą rolę skłonności do ryzyka w relacji między postrzeganiem ryzyka a podjętą decyzją (Sitkin i Weingart, 1995). Badania w podejściu dyspozycyjnym potwierdzają także istotny wpływ osobowości menedżerów na tolerowany przez organizację poziom ryzyka (np. Saini i Martin, 2009).

Dyrektorzy generalni z różnymi cechami osobowości, podejmują różne decyzje ryzykowne, czego dowodem jest szeroki zakres działań strategicznych przedsiębiorstw (Hoskisson i in., 2017, s. 150). Różnią się oni na gruncie wielu cech psychologicznych, które wywierają wpływ

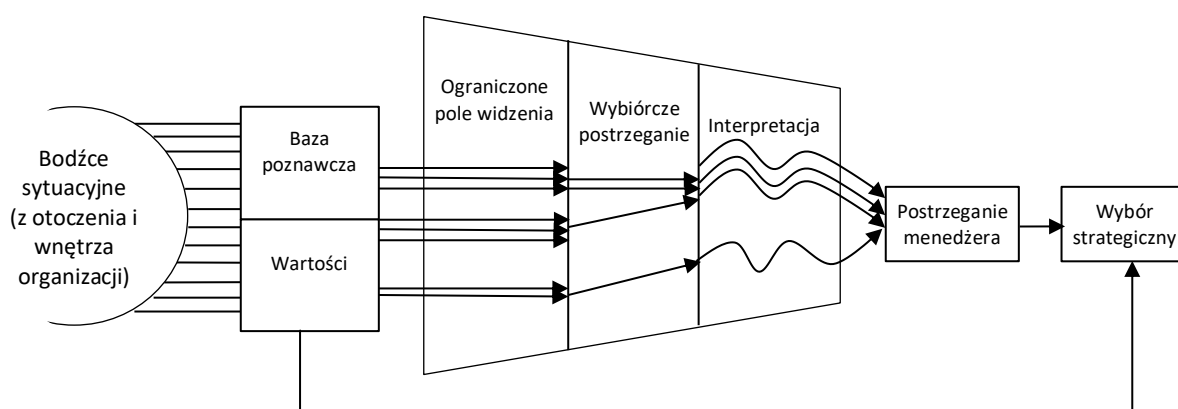
na relację mocodawca-agent (Wowak i in., 2016, s. 41). Generalnie, w podejściu badawczym opowiadającym się za priorytetowym znaczeniem czynników dyspozycyjnych, wpływających na decyzje ryzykowne, determinanty ryzyka menedżerskiego stanowią dwie grupy czynników: osobowościowe (O) i demograficzne (D). Związek przyczynowy między cechami, zarówno osobowościowymi, jak i demograficznymi dyrektorów generalnych a wynikami przedsiębiorstwa będącymi skutkiem ich strategicznych wyborów, wskazuje **teoria wyższych szczebli** Hambricka i Mason z 1984 r. (Pepper i Gore, 2015). Zakłada ona, że orientacje dyrektorów (rozumiane jako cechy indywidualne i doświadczenia sytuacyjne) kształtują postrzeganie rzeczywistości i w ten sposób przekładają się na podejmowane przez nich decyzje strategiczne w warunkach ryzyka (Hoskisson i in., 2017). Ponadto, jak wskazują Bekos i Chari (2023), teoria ta znajduje zastosowanie w różnych sytuacyjnych kontekstach kulturowych – zarówno zachodnich, jak i wschodnich (np. Geletkanycz i Black, 2001; Wiersema i Bantel, 1992; Wiersema i Bird, 1993).

Teoria wyższych szczebli opiera się na trzech założeniach. Pierwsze dotyczy samego procesu dochodzenia do wyboru strategicznego. Zgodnie z teorią, menedżerowie, dokonując wyborów strategicznych, stosują skróty myślowe i opierają się na swoich wcześniejszych doświadczeniach (Hambrick, 2018). Tym samym wnoszą do procesu podejmowania decyzji własną bazę poznawczą i wartości, które tworzą tzw. „ekran percepcyjny” między sytuacją a jej ostatecznym postrzeganiem (Hambrick i Mason, 1984). Teoria ta opiera się zatem na założeniu ograniczonej racjonalności (Simon, 1997; Cyert i March, 1963), zgodnie z którym wybory strategiczne są pochodną czynników behawioralnych, a nie wynikiem mechanicznej optymalizacji ekonomicznej (Hambrick, 2007).

Założenie to jest szczególnie istotne w kontekście badań procesów strategicznych w organizacjach prowadzonych, w ramach zarządzania strategicznego, co najmniej od lat siedemdziesiątych ubiegłego stulecia (Mintzberg, 1978; Abatecola i Cristofaro, 2020). Pierwotnie koncentrowały się one na wyjaśnianiu procedur podejmowania decyzji strategicznych bez uwzględniania wpływu indywidualnych menedżerów. Wybory strategiczne uważano za uwarunkowane przede wszystkim czynnikami techniczno-ekonomicznymi, np. warunkami w sektorze (zob. na ten temat m.in. Mintzberg i in., (1976); Hambrick i in., (1982); Porter (1980); Allen (1979); Bourgeois (1980)). Zakładano, że siły pochodzące z otoczenia zewnętrznego organizacji oraz z jej wnętrza ograniczają menedżerów na tyle mocno, że pozostaje im niewielki wpływ na politykę organizacyjną i wyniki (Liebersohn i O'Connor, 1972;

Hannan i Freeman, 1977; DiMaggio i Powell, 1983). W takich warunkach ograniczonej swobody decyzyjnej zalecano menedżerom prowadzenie kompletnej i obiektywnej analizy sytuacji strategicznej, umożliwiającej identyfikację optymalnego zestawu opcji wyborów i następnie wyboru opcji strategicznej (Porter, 1980; Barney, 1991; Peteraf, 1993). Z podejściem tym nie zgadza się teoria wyższych szczebli. Zgodnie z nią, przeprowadzenie takiej analizy jest w rzeczywistości niemożliwe, gdyż strategicznych sytuacji nie da się obiektywnie poznać. Można je jedynie interpretować. Pojawia się tu zatem rola czynników indywidualnych w kształtowaniu postrzegania rzeczywistości (Hambrick, 2018). Obiektywna rzeczywistość nie istnieje – jest urzeczywistniana przez menedżerów najwyższego szczebla na podstawie ich pochodzenia, doświadczenia i mechanizmów uczenia się (Cristofaro, 2019).

Wybór strategiczny menedżera jest kształtowany w ramach wspomnianego wyżej „ekranu percepcyjnego”, który działa jako sekwencja trzech mechanizmów (Hambrick i Snow, 1977), są to: *pole widzenia*, które ogranicza ilość bodźców środowiskowych i organizacyjnych, na które kierowana jest uwaga; *postrzeganie*, które wybiórczo analizuje tylko niektóre zjawiska objęte polem widzenia; oraz *interpretacja* zjawisk w oparciu o ramy poznawcze i wartości. W ten sposób zostaje ukształtowane postrzeganie, które stanowi podstawę wyboru strategicznego. Na wybór strategiczny bezpośrednio mogą również wpływać wyznawane przez decydenta wartości. Pod ich wpływem menedżer może odrzucić wybór zasugerowany w procesie percepcji, jeżeli jest on z nimi sprzeczny (Hambrick i Mason, 1984). Mechanizm działania „ekranu percepcyjnego” przedstawiono na rysunku 5.



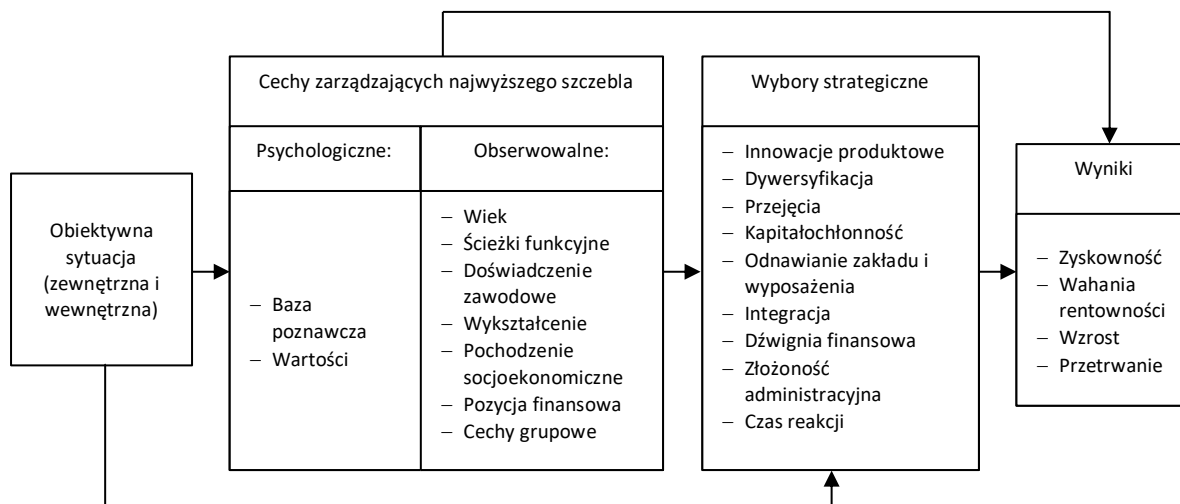
Rysunek 5. Proces dochodzenia do wyboru strategicznego w teorii wyższych szczebli

Źródło: opracowanie własne na podstawie Bekos i Chari (2023).

Drugie założenie teorii wyższych szczebli stanowi, że baza poznawcza i wartości są odzwierciedlone w obserwowalnych zmiennych demograficznych menedżerów, takich jak wiek, wykształcenie, doświadczenie zawodowe itp. (Wiersema i Bantel, 1992). Te obserwowalne cechy służą jako swego rodzaju przybliżone mierniki (*proxies*) procesów psychologicznych, które wpływają na podejmowanie decyzji strategicznych (Bekos i Chari, 2023). Jednym z argumentów twórców teorii za takim doбором zmiennych, są trudności w uzyskaniu konwencjonalnych danych psychometrycznych dotyczących kadry kierowniczej najwyższego szczebla i wyniki badań wskazujące, że zmienne demograficzne menedżerów najwyższego szczebla są silnie powiązane ze strategią i wynikami firmy (Hambrick, 2007).

Trzecim założeniem opisywanej teorii jest charakter jednostki analizy. Na początkowym etapie rozwoju teorii wyższych szczebli jednostką analizy był zespół kierowniczy (*Top Management Team* - TMT). Podejście to było zgodne z koncepcją dominującej koalicji Cyerta i Marcha (1963), według której wyniki firmy były rezultatem zbiorowego wyboru decydentów najwyższego szczebla (Abatecola i Cristofaro, 2020). Badanie całego zespołu było wskazywane jako szansa na zwiększenie potencjalnej siły predykcyjnej teorii zarządzania (Hambrick i Mason, 1984). Wskazywano, że przywództwo w organizacji jest wspólnym działaniem, a największy wpływ na wybory strategiczne mają zbiorowe interakcje całego zespołu (Hambrick, 2007). Ostatecznie, po ukazaniu się wielu nowych wyników badań (np. Barker i Mueller, 2002; Bigley i Wiersema, 2002; Carpenter i in., 2001; Chatterjee i Hambrick, 2007; T.S. Chung i Low, 2022; Palmer i Barber, 2001; Jensen i Zajac, 2004; Hambrick i Fukutomi, 1991; Henderson i in., 2006; Ahearne i in., 2016), Hambrick, jeden z twórców teorii, stwierdził, że badania indywidualnego wpływu dyrektorów generalnych są równie użyteczne dla teorii i tym samym skupianie się na całych zespołach kierowniczych nie jest konieczne (Hambrick, 2018; T.S. Chung i Low, 2022; Bekos i Chari, 2023). Szczególnie wiązało się to z rozszerzeniem zakresu zmiennych, uwzględniających nie tylko zmienne demograficzne, ale również osobowościowe dyrektorów generalnych (Chatterjee i Hambrick, 2007). Przykładowo, już w roku 1986, D. Miller i Dröge wykazali, że osobowość dyrektora przejawia się w strukturze organizacji (Hambrick, 2018).

Powyższe założenia zostały odzwierciedlone w modelu teoretycznym (zob. Rysunek 6).



Rysunek 6. Model koncepcyjny teorii wyższych szczebli Hambricka i Mason

Źródło: opracowanie własne na podstawie Hambrick i Mason (1984).

Cechy zarządzających najwyższego szczebla determinują bezpośrednio wybory strategiczne, a dzięki temu – pośrednio – wyniki organizacji. One same są natomiast odzwierciedleniem sytuacji, w jakiej organizacja się znajduje. Tym samym założono, że równoczesne badanie wpływu czynników sytuacyjnych i indywidualnych będzie miało wyższą wartość predykcyjną niż gdyby były one badane oddzielnie (Hambrick i Mason, 1984).

Znaczenie czynników dyspozycyjnych wspólnie uzasadnia także psychologiczna teoria ukierunkowań regulacyjnych. Literatura wskazuje ukierunkowania regulacyjne jako kluczowe cechy motywacyjne wywierające bezpośredni wpływ na zachowania osób decyzyjnych (Chatterjee i Hambrick, 2011), a przez to proksymalne dla działań strategicznych przedsiębiorstw (P.D. Johnson i in., 2015; Gamache i in., 2015). Ściślej, ukierunkowania regulacyjne są cechami, które wpływają na sposób, w jaki dyrektorzy generalni oceniają wybory strategiczne dla swoich przedsiębiorstw i dokonują wyboru działań do zrealizowania (Gamache i in., 2015). W ramach zarządczej teorii wyższych szczebli, T.S. Chung i Low (2022) zbadali wpływ ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych (zmienna niezależna) na skłonność do podejmowania krótkowzrocznych decyzji marketingowych (mediator), a w konsekwencji na długoterminowe wyniki firmy (zmienna zależna). Zgodnie z założeniami teorii wykazali, że dyrektorzy generalni są bardziej skłonni do podejmowania takich decyzji pod wpływem ukierunkowania na promocję, ponieważ motywuje ich chęć szybkiego osiągnięcia

dobrych wyników. Z kolei dyrektorzy generalni są mniej skłonni do podejmowania takich decyzji pod wpływem ukierunkowania na prewencję, ponieważ znajdują się pod wpływem potrzeby bezpieczeństwa i dążą do uniknięcia strat.

Wykaz czynników dyspozycyjnych zidentyfikowanych w badaniach empirycznych zawarto w tabeli 15.

Tabela 15. Empiryczne badania wpływu czynników dyspozycyjnych na podejmowanie ryzyka menedżerskiego dyrektorów generalnych

Lp.	Dyspozycyjne czynniki ryzyka menedżerskiego	Grupa*	Charakter lub efekt ryzykownych decyzji	Główna teoria	Publikacje
1.	Podstawowe samowartościowanie dyrektora generalnego (CSES) ⁴⁵	D	Orientacja przedsiębiorcza	UET	Simsek, Heavey i Veiga (2010)
			CAPEX – inwestycje kapitałowe (Capital Expenditures)	UET	
			Wydatki na badania i rozwój		
			Długoterminowe zadłużenie		
2.	Kapitał społeczny dyrektora generalnego	O	Orientacja przedsiębiorcza	UET	Cao, Simsek, Jansen (2012)
3.	Nadmierna pewność siebie dyrektora generalnego	O	Fuzje i przejęcia	UET	Malmendier i Tate (2008)
4.	Narcyzm dyrektora generalnego	O	Premie za przejęcie	UET	Chatterjee i Hambrick (2011)
			Ryzykowne nakłady		
5.	Negatywna pozycja dyrektora generalnego (status)	O	Fuzje i przejęcia	UET	Seo, Gamache, Devers i Carpenter (2015)
6.	Orientacja czasowa dyrektora generalnego	O	Wprowadzenie nowego produktu	UET	Nadkarni i Chen (2014)
7.	Orientacja dyrektora generalnego na badania i rozwój	O	Intensywność inwestycji w badania i rozwój	UET	van de Wal, Boone, Gilsing i Walrave (2020)
			Wyniki innowacji		

⁴⁵ *Core Self-Evaluations (CSES)* – grupa czynników obejmujących samoocenę, samowystarczalność, umiejscowienie kontroli i neurotyczność (a raczej jej brak) i wywierających wpływ na satysfakcję z pracy i życia (Judge i in., 1998). Umiejscowienie kontroli (*Locus of Control*) oznacza, że jednostki mogą mieć wewnętrzne lub zewnętrzne poczucie umiejscowienia kontroli w zależności od własnej percepcji tego, jak dużą kontrolę sprawują one nad wydarzeniami w swoim życiu. Jednostka wewnętrzna jest przekonana, że rezultaty jej działań wynikają z jej własnych wysiłków, natomiast jednostka zewnętrzna uważa, że wydarzenia w jej życiu dzieją się poza jej kontrolą (Rotter, 1966).

Lp.	Dyspozycyjne czynniki ryzyka menedżerskiego	Grupa*	Charakter lub efekt ryzykownych decyzji	Główna teoria	Publikacje	
8.	Postrzeganie przez dyrektora generalnego podatności na zwolnienie	O	CAPEX – inwestycje kapitałowe (<i>Capital Expenditures</i>)	BAM	Martin, Gómez-Mejía i Wiseman (2013)	
			Długoterminowe zadłużenie			
			Wydatki na badania i rozwój			
9.	Pycha dyrektora generalnego	O	Innowacje	UET	Tang, Li i Yang (2012)	
			Inwestycje w projekty zaawansowane technologicznie	UET	J. Li i Tang (2010)	
10.	Religia dyrektora generalnego	O	Dywersyfikacja fuzji i przejęć	UET	Palmer i Barber (2001)	
11.	Tytuł MBA dyrektora generalnego	D	Dywersyfikacja fuzji i przejęć	UET	Bertrand i Schoar (2003)	
			Inwestycje			
12.	Tytuł biznesowy dyrektora generalnego	D	Oszustwa księgowe	UET	Troy, Smith i Domino (2011)	
13.	Ukierunkowania regulacyjne dyrektora generalnego (promocyjne i prewencyjne)	O	Fuzje i przejęcia	UET	Gamache, McNamara, Mannor i Johnson (2015)	
			CAPEX – inwestycje kapitałowe (<i>Capital Expenditures</i>)	UET		Mount i Baer (2021)
			Wydatki na badania i rozwój			
			Fuzje i przejęcia			
14.	Wiek dyrektora generalnego	D	Intensywność inwestycji w badania i rozwój	UET	Barker i Mueller (2002)	
			Oszustwa księgowe	UET	Troy, Smith i Domino (2011)	
			Dźwignia finansowa	UET	Yeoh i Hooy (2022)	
			CAPEX – inwestycje kapitałowe (<i>Capital Expenditures</i>)			
15.	Wykształcenie dyrektora generalnego	D	Dywersyfikacja fuzji i przejęć	UET	Palmer i Barber (2001)	
			Intensywność inwestycji w badania i rozwój	UET	Barker i Mueller (2002)	
			rozkład prawdopodobieństwa zysków firmy rodzinnej	UET	Martino, Rigolini i D’Onza (2018)	

Lp.	Dyspozycyjne czynniki ryzyka menedżerskiego	Grupa*	Charakter lub efekt ryzykownych decyzji	Główna teoria	Publikacje
16.	Trauma doznana w dzieciństwie	O	CAPEX – inwestycje kapitałowe (Capital Expenditures)	UET	Tian, Jiang i Yang (2023)
			Wydatki na badania i rozwój		
			Fuzje i przejęcia		

*D – czynnik demograficzny; O – czynniki osobowościowy

Źródło: opracowanie własne.

2.4. Znaczenie i badanie czynników sytuacyjnych w procesie podejmowania decyzji

Drugi nurt badań w teorii podejmowania ryzyka menedżerskiego to podejście sytuacyjne. Jego uzasadnieniem były przede wszystkim odkrycia teorii perspektywy Kahnemana i Tversky'ego (1979) wskazujące, że ludzie odczuwają wartość lub użyteczność ze zmiany bogactwa w stosunku do przyjętego poziomu odniesienia, a nie z absolutnego poziomu zamożności. Szczęście jest zatem względne (Coleman, 2009). Przebieg funkcji wartości wskazuje, że jednostki wykazują awersję do ryzyka, jeśli ich status quo mieści się powyżej punktu odniesienia. W sytuacji przeciwnej ludzie będą ryzyka poszukiwać. Zasadniczą implikacją teorii perspektywy jest zatem to, że skłonność jednostki do ryzyka nie jest stałym przymiotem, lecz jest kształtowana przez okoliczności.

Podejście sytuacyjne jest także mocno wspierane przez **behawioralną teorię firmy** (*Behavioral Theory of the Firm* - BTF) Cyerta i Marcha (1963) wskazującą, że menedżerowie jako decydenci czynią wyraźne rozróżnienie między podejmowaniem decyzji a hazardem, co implikuje kluczowe znaczenie kontekstu lub sytuacji, w jakiej podejmowane jest ryzyko (March i Shapira, 1987). BTF dotyczy jednak zachowań grupowych, a nie indywidualnych menedżerów (Hoskisson i in., 2017)⁴⁶, z tego względu pominięto ją w dalszej analizie. Czynniki sytuacyjne są także przedmiotem badań w ramach **teorii wyższych szczebli**, opisaney w poprzednim podrozdziale.

W badaniach wpływu czynników sytuacyjnych często wykorzystywany jest również **behawioralny model agencyjny** (*Behavioral Agency Model* - BAM), opracowany w odpowiedzi

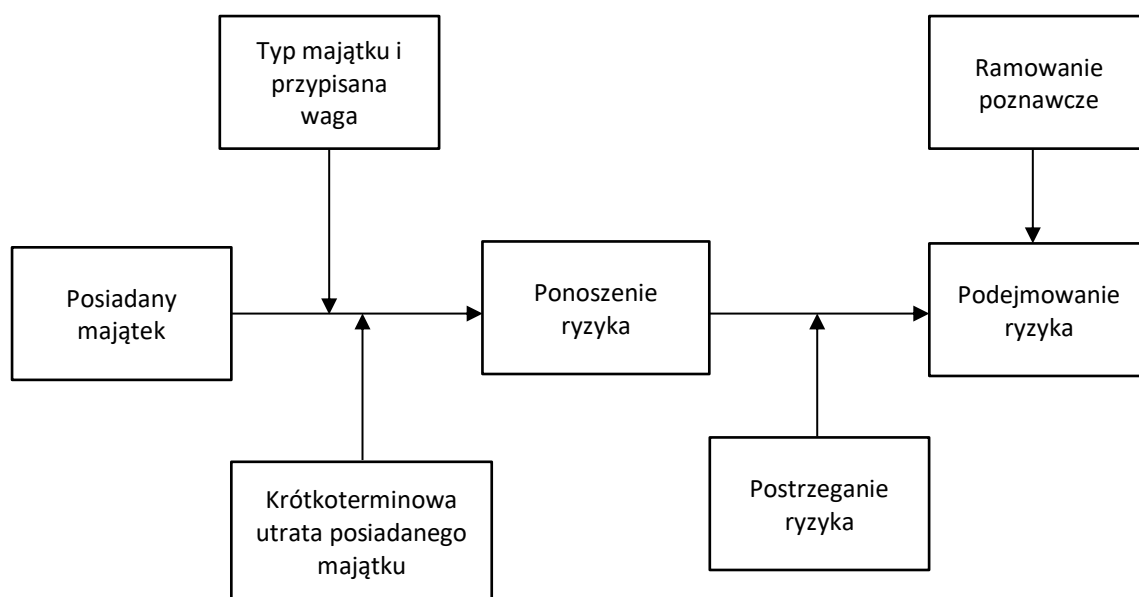
⁴⁶ W analizie nie uwzględniono również badań w ramach perspektywy socjoemocjonalnej (*socioemotional wealth* – SEW), stanowi ona bowiem nurt badający niefinansowe aspekty ryzyka przedsiębiorstw, głównie rodzinnych (Gómez-Mejía i in., 2007).

na tradycyjne modele agencji (Jensen i Meckling, 1976), które zakładały racjonalność agenta (menedżera) (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Model ten miał na celu wniesienie spostrzeżeń z badań nad teorią perspektywy - w szczególności koncepcji framingu (ram odniesienia), stanu posiadania i awersji do strat - w celu udoskonalenia koncepcji ryzyka w relacji agencyjnej. Problem framingu opisuje, w jaki sposób prezentacja problemu decyzyjnego wpływa na to, czy dana osoba postrzega go jako wybór między zyskami w bogactwie lub między potencjalnymi stratami bogactwa, gdzie alternatywy różnią się kwotą i prawdopodobieństwem. Awersja do strat odzwierciedla większą wagę strat w stosunku do zysków; straty są wazone nawet dwukrotnie bardziej niż równy zysk w procesie podejmowania decyzji (Kuhberger, 1998). Efekt posiadania (*endowment effect*) odzwierciedla zwiększoną wartość, jaką jednostki przypisują aktywom, które posiadają, w stosunku do identycznych aktywów, których nie posiadają. BAM rozszerzył tę koncepcję o bogactwo, które jednostki przewidują otrzymać, a tym samym uwzględniają w obliczeniach swojego majątku osobistego (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Przewidywany dochód lub majątek może zatem obejmować przyszłe wynagrodzenie lub wartość niewykonanych opcji na akcje⁴⁷. BAM wskazuje, że *ponoszenie ryzyka* jest negatywnie związane z *podejmowaniem ryzyka*, biorąc pod uwagę, że większe ryzyko zwiększa motywację menedżera do zachowania bogactwa. W szczególności, wraz ze wzrostem subiektywnych szacunków kadry kierowniczej dotyczących przyszłego wynagrodzenia lub premii (tj. wzrostem ponoszonego ryzyka), będzie ona mniej skłonna do podejmowania ryzyka.

Ideę behawioralnego modelu agencji przedstawiono na rysunku 7, natomiast definicje najważniejszych pojęć związanych z tą teorią zawarto w tabeli 16⁴⁸.

⁴⁷ Późniejsze rozszerzenia modelu BAM polegało na tym, że posiadanie może również obejmować aktywa niefinansowe, takie jak reputacja, władza dyskrecjonalna, radość z kontroli lub pozycja - co Gómez-Mejía i in. (2007, 2019) wspólnie nazywają "bogactwem społeczno-emocjonalnym".

⁴⁸ Warto zaznaczyć, że zarówno model, jak i zestaw pojęć, pochodzą z artykułu z roku 2021 z redefiniowanym przez autorów teorii modelem, pochodzącym oryginalnie z roku 1998.



Rysunek 7. Behawioralny model agencji

Źródło: Gómez-Mejía i in. (2021).

Tabela 16. Pojęcia związane z behawioralnym modelem agencji

Termin	Definicja
Awersja do strat (<i>Loss aversion</i>)	Przypisywanie większej wartości przyszłym stratom niż przyszłym zyskom
Ponoszenie ryzyka (<i>Risk bearing</i>)	Każda forma posiadanego majątku, która jest postrzegana jako podatna na utratę.
Ramowanie poznawcze (<i>Cognitive framing</i>)	Skupianie uwagi na przyszłych zyskach lub przyszłych stratach (w stosunku do aspiracji)
Posiadany majątek (<i>Endowed wealth</i>)	Każda forma bogactwa, materialna lub niematerialna, do której jednostki czują się właścicielami, w tym wszystkie względnie niezabezpieczone bogactwa, takie jak dochód z wynagrodzenia za całe życie lub wartość gotówkowa inwestycji.
Perspektywy na przyszłość (<i>Prospects for the future</i>)	Przewidywane zyski lub straty w majątku osobistym spowodowane zyskami i stratami na poziomie firmy oraz związane z nimi prawdopodobieństwa.
Rodzaj majątku (<i>Wealth type</i>)	Finansowe lub społeczno-emocjonalne formy bogactwa.
Postrzeganie ryzyka (<i>Risk perception</i>)	Subiektywnie oszacowane prawdopodobieństwa i wielkości strat lub zysków, gdy decyzje mają niepewne wyniki. Percepcja jest tworzona przez indywidualną interpretację i organizację dostępnych informacji.
Preferencja ryzyka (<i>Risk preference</i>)	Gotowość do zaakceptowania lub uniknięcia ryzyka związanego z osobistym bogactwem.
Ryzyko (<i>Risk</i>)	Połączenie prawdopodobieństwa niepowodzenia decyzji i wielkości straty, jaką spowodowałoby niepowodzenie.
Unikanie ryzyka (<i>Risk avoidance</i>)	Decyzje, które zmniejszają ryzyko dla majątku.
Podejmowanie ryzyka (<i>Risk taking</i>)	Decyzje, które zwiększają ryzyko dla majątku.

Źródło: Gómez-Mejía i in. (2021).

Wiseman i Gómez-Mejía (1998) wskazali na percepcyjny charakter ryzyka, opierając się na modelu Sitkina i Pablo (1992), aby podkreślić rolę *postrzeganego ryzyka* w podejmowaniu decyzji o ryzyku przez kadrę kierowniczą w imieniu firmy. BAM sugeruje, że na postrzeganie ryzyka wpływa subiektywna ocena menedżera prawdopodobieństwa, że podejmowane przez niego decyzje w imieniu firmy zakończą się niepowodzeniem. Menedżer wiąże te niekorzystne wyniki dla firmy z osobistymi stratami w swoim majątku, w oparciu o dodatnią korelację między wynikami firmy a ceną akcji (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Oznacza to, że BAM uznaje, że ryzyko dla osobistego majątku agenta jest percepcyjne, a dyrektor generalny szacuje to ryzyko, oceniając niepewność wyników na poziomie firmy przy podejmowaniu strategicznych decyzji w imieniu firmy. Osobisty majątek agenta i ryzyko zmiany stanu posiadania są zatem istotnym czynnikiem sytuacyjnym wpływającym na postrzegane i podejmowane przez niego ryzyko skutkujące określonymi wynikami dla firmy

Badania nad agencją behawioralną generalnie pomijają rolę osobowości menedżera jako warunku, który może wpływać na to, jak postrzega on ryzyko dla zgromadzonego majątku przy podejmowaniu strategicznych decyzji w imieniu swojej firmy (Wowak i in., 2015; Wowak i Hambrick, 2010). Oznacza to, że ukrytym założeniem BAM jest to, że dyrektorzy generalni będą postrzegać ten sam poziom ryzyka dla danej kwoty majątku pieniężnego/kapitałowego - to znaczy, że nie ma międzyagentowej zmienności w znaczeniu strat (zysków) wyników firmy, które mogłyby negatywnie (pozytywnie) wpłynąć na ich majątek - w rachunku poprzedzającym strategiczne podejmowanie ryzyka, niezależnie od indywidualnych różnic osobowościowych. Założenie to obecnie uważa się za sprzeczne z dobrze ugruntowanymi badaniami psychologii stosowanej sugerującymi, że istnieją różnice w postrzeganiu ryzyka przez poszczególne osoby, w zależności od różnych cech osobowości (Peterson i in., 2003), niemniej towarzyszyło ono wielu badaniom w podejściu sytuacyjnym.

Analiza literatury wskazuje, że większość badań opartych na BAM miała na celu przewidywanie podejmowania ryzyka w odpowiedzi na programy motywacyjne (np. krótkoterminowe premie i opcje na akcje) oraz inne powiązane zmienne wynagrodzenia (np. wynagrodzenie podstawowe i zmienność wynagrodzeń) (Gómez-Mejía i in., 2021, s. 1028).

Oprócz czynników sytuacyjnych związanych z majątkiem menedżera, na ryzyko menedżerskie mogą wpływać cechy organizacji, w imieniu której decydują podejmując ryzyko (np. niestabilność otoczenia firmy, podwójna rola dyrektora generalnego, zmienność cen akcji) oraz czynniki związane z sytuacją zawodową dyrektora generalnego (np. czas pozostały do

emerytury, doświadczenie jako insidera, kadencja dyrektora w przedsiębiorstwie, status założyciela i właścicielstwo)⁴⁹. Wyniki analizy badań empirycznych w tym zakresie przedstawiono w tabeli 17.

Tabela 17. Empiryczne badania wpływu czynników sytuacyjnych na podejmowanie ryzyka menedżerskiego dyrektorów generalnych

Lp.	Czynnik ryzyka menedżerskiego	Grupa*	Charakter lub efekt ryzykownych decyzji	Główna teoria	Publikacje
1.	Czas pozostały do emerytury dyrektora generalnego	Z	Fuzje i przejęcia transgraniczne	PT	Matta i Beamish (2008)
2.	Doświadczenie dyrektora generalnego jako insidera ⁵⁰	Z	Intensywność badań i rozwoju	UET	van de Wal, Boone, Gilsing i Walrave (2020)
			Wyniki innowacji		
3.	Podwójna rola dyrektora generalnego ⁵¹	F	CAPEX	BAM	Lim i McCann (2013)
			Długoterminowe zadłużenie		
			Wydatki na badania i rozwój		
			Intensywność inwestycji w badania i rozwój	UET	van de Wal, Boone, Gilsing i Walrave (2020)
			Wyniki innowacji		
4.	Kadencja dyrektora generalnego w przedsiębiorstwie	Z	Innowacje	UET	S. Wu, Levitas i Priem (2005)
				UET	van de Wal, Boone, Gilsing i Walrave (2020)
			Intensywność inwestycji w badania i rozwój	UET	van de Wal, Boone, Gilsing i Walrave (2020)
			Kredyty subprime	UET	Lewellyn i Muller-Kahle (2012)
5.	Niestabilność otoczenia	F	Innowacje	UET	Tang, Li i Yang (2012)
			Orientacja przedsiębiorcza	UET	Cao, Simsek, Jansen (2012)
6.	Obecny majątek z opcji na akcje	Z	CAPEX	BAM	Martin, Gómez-Mejía i Wiseman (2013)
			Długoterminowe zadłużenie		

⁴⁹ Podział między indywidualnymi i sytuacyjnymi determinantami ryzyka menedżerskiego nie jest jednoznaczny. Niektórzy autorzy czynniki związane z sytuacją zawodową menedżera traktują jako czynniki indywidualne (zob. Graham i in., 2013).

⁵⁰ Dyrektor generalny zatrudniony z wewnątrz firmy, a nie z zewnątrz (van de Wal i in., 2020).

⁵¹ Praktyka polegająca na tym, że jedna osoba pełni jednocześnie funkcję dyrektora generalnego i przewodniczącego organu nadzoru (Krause i in., 2013).

Lp.	Czynnik ryzyka menedżerskiego	Grupa*	Charakter lub efekt ryzykownych decyzji	Główna teoria	Publikacje
			Wydatki na badania i rozwój		
7.	Odprawa emerytalna dyrektora generalnego	Z	Fuzje i przejęcia transgraniczne	UET	Lewellyn (2018)
8.	Posiadanie opcji przez dyrektora generalnego	Z	Fuzje i przejęcia transgraniczne	PT	Matta i Beamish (2008)
				UET	Lewellyn (2018)
			Manipulowanie zarobkami	BAM	Zhang, Bartol, Smith, Pfarrer i Khanin (2008)
9.	Posiadanie opcji na akcje przez dyrektora generalnego	Z	Manipulowanie zarobkami	BAM	Zhang, Bartol, Smith, Pfarrer i Khanin (2008)
			Oszustwo księgowo	UET	Troy, Smith i Domino (2011)
			Rezonans innowacyjny (wyniki badań i rozwoju)	BAM	Martin, Washburn, Makri i Gómez-Mejía (2015)
			Niepewność strumienia dochodów	AT, ET	Al-Shammari (2021)
			Wydatki na badania i rozwój		
			Beta		
10.	Przewidywany majątek z opcji na akcje dyrektora generalnego	Z	CAPEX	BAM	Martin, Gómez-Mejía i Wiseman (2013)
			Długoterminowe zadłużenie		
			Wydatki na badania i rozwój		
11.	Status założyciela dyrektora generalnego	Z	Rozwój rynku	UET	Souder, Simsek i Johnson (2012)
			Intensywność inwestycji w badania i rozwój	UET	van de Wal, Boone, Gilsing i Walrave (2020)
			Wyniki innowacji		
12.	Właścicielstwo dyrektora generalnego	Z	CAPEX	BAM	Lim i McCann (2013)
			Długoterminowe zadłużenie		
			Wydatki na badania i rozwój		
			Intensywność inwestycji w badania i rozwój	UET	van de Wal, Boone, Gilsing i Walrave (2020)
			Wyniki innowacji		
13.	Wynagrodzenie oparte na komponentach udziałowych	Z	Fuzje i przejęcia transgraniczne	PT	Matta i Beamish (2008)
			Wydatki na badania i rozwój	PT	Devers, McNamara, Wiseman i Arrfelt (2008)

Lp.	Czynnik ryzyka menedżerskiego	Grupa*	Charakter lub efekt ryzykownych decyzji	Główna teoria	Publikacje
14.	Wynagrodzenie pieniężne dyrektora generalnego	Z	CAPEX	PT	Devers, McNamara, Wiseman i Arrfelt (2008)
			Wyniki badań i rozwoju	BAM	Martin, Washburn, Makri i Gómez-Mejía (2015)
15.	Zmienność cen akcji	F	Długoterminowe zadłużenie	PT	Devers, McNamara, Wiseman i Arrfelt (2008)
16.	Dług wewnętrzny dyrektora generalnego	Z	Dywersyfikacja	AT	Salama i Samet (2022)
17.	Władztwo dyrektora generalnego	Z	Wydatki na badania i rozwój	BTOF	Le i Lee (2021)

*F - cechy organizacji; Z - czynniki związane z sytuacją zawodową menedżera.

Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowym uwarunkowaniem zachowań menedżerskich w warunkach ryzyka są czynniki kulturowe, zwłaszcza kultura narodowa (Ronen, 1986). Kultura składa się z pewnych wartości, które kształtują zachowanie oraz percepcję świata jednostki (Hofstede i Bond, 1988). Wpływając na ludzkie zachowania, wartości kulturowe odzwierciedlają to, co społeczeństwo uznaje za dopuszczalne lub niedopuszczalne, legalne lub nielegalne, dobre czy złe, etyczne czy nieetyczne (Hofstede, 2001). Badania ryzyka menedżerskiego prowadzone były w różnych krajach, głównie w Stanach Zjednoczonych (np. Lewellen, 2006), w krajach europejskich (np. Cummings i in., 1971; Laughhunn i in., 1980; Helliard i in., 2001; Bandiera i in., 2015; Parhankangas i Hellstrom, 2007), azjatyckich (np. C. M. Wang i in., 2016; Williams i Narendran, 1999), a także w Afryce (np. Pattillo i Soderbom, 2000). Wnioski z tych badań wskazują, że decyzje menedżerskie mogą różnić się w sposób geograficznie przewidywalny (K. Li i in., 2013). Warto zatem odnieść się do przypadku Polski. Wyniki badań Hofstede wskazują na specyfikę Polski jako kraju o wyższej wartości unikania niepewności (*avoidance uncertainty*) w stosunku do przeciętnego poziomu w badaniach międzynarodowych, co zwykle interpretuje się jako wyższą awersję do ryzyka w stosunku do krajów zachodnich, najczęściej badanych w literaturze światowej. Potwierdzają to również badania Małkowskiej-Borowczyk (2012), przeprowadzone na próbie polskich menedżerów. Wykazano w nich, że podejmując decyzje w kontekście wyboru strategii, polscy menedżerowie kierują się przede wszystkim stabilnością i bezpieczeństwem finansowym przedsiębiorstwa, a ryzyko jest dla nich ściśle związane z

aspektami negatywnymi – zmianą i niepewnością. Problem ryzyka w polskim kontekście kulturowym był podnoszony w różnych badaniach (np. Nasierowski i Mikuła, 1998; Jedynak, 2015), ale zgodnie z najlepszą wiedzą autora, żadne z nich nie uwzględniały współoddziaływania zmiennych osobowościowych (dyspozycyjnych) i motywacyjnych bodźców sytuacyjnych na podejmowanie ryzykownych decyzji przez kluczowych decydentów w organizacjach.

2.5. Podsumowanie

W rozdziale drugim dokonano przeglądu teorii oraz badań dotyczących podejmowania decyzji ryzykownych. W szczególności uwzględniono takie problemy, jak: racjonalne, behawioralne i psychologiczne teorie podejmowania decyzji oraz znaczenie i badanie czynników dyspozycyjnych oraz sytuacyjnych w procesie podejmowania decyzji w warunkach ryzyka.

W rozważaniach zauważono, że mimo popularności teorii behawioralnych w ostatnich kilku dekadach w naukach ekonomicznych, przez wiele lat dominującą podstawą teoretyczną wykorzystywaną do analizy decyzji ryzykownych była teoria oczekiwanej użyteczności. Tym co ją wyróżnia to założenie o racjonalności decydenta, co w szczególny sposób łączy teorię oczekiwanej użyteczności z ekonomią neoklasyczną, wykorzystującą normatywne modele racjonalnych wyborów. Model oczekiwanej użyteczności odegrał kluczową rolę w normatywnej analizie problemów decyzyjnych. Z czasem jednak założenia tej teorii zostały zakwestionowane. Szczególną w tym rolę odegrała teoria perspektywy, empirycznie wykazująca nierzeczywisty charakter aksjomatyki teorii oczekiwanej użyteczności.

Na bazie poszukiwania paradoksów racjonalności rozwinięto behawioralne modele decyzyjne, hołdujące zasadzie ograniczonej racjonalności, zakładającej brak możliwości pełnej optymalizacji w procesie podejmowania decyzji, wskutek ograniczeń informacyjnych lub poznawczych człowieka. Wiodącą teorią w badaniach decyzji menedżerskich i podejmowanego przez nich ryzyka na poziomie grupowym stała się behawioralna teoria firmy. Z teorią tą ściśle związane są pojęcia skłonności do ryzyka i postrzegania ryzyka, które różnią się w zależności od osoby decydenta i kontekstu. Według behawioralnej teorii firmy, w sytuacjach postrzeganych jako szanse, menedżerowie próbują wykorzystać potencjalne korzyści podejmując większe ryzyko, z kolei w sytuacjach postrzeganych jako zagrożenie przyjmują stanowisko bardziej zachowawcze.

Popularność teorii perspektywy zachęciła badaczy ekonomii, finansów i zarządzania do śmiałego korzystania z odkryć teorii psychologii. Wpłynęło to również na przeniesienie rozważań o ryzyku z poziomu organizacyjnego lub grupowego na poziom indywidualny. Zaczęto wykorzystywać zarówno psychologiczne modele poznawcze (w tym teoria perspektywy), jak i psychologiczne modele motywacyjne (w tym teoria ukierunkowań regulacyjnych). Główną koncepcją teorii perspektywy jest awersja do strat, będąca fundamentalnym czynnikiem wpływającym na osądy i decyzje człowieka. Dowodami na istnienie awersji do strat są takie zjawiska, jak efekt posiadania czy efekt statusu quo. Awersja do strat została powszechnie przyjęta w naukach społecznych jako uniwersalna zasada i podstawowy opis wyboru człowieka zbliżony do prawa naturalnego.

Coraz częściej uznawanym w badaniach menedżerskich psychologicznym modelem motywacyjnym jest teoria ukierunkowań regulacyjnych. Zakłada ona istnienie samoregulującego systemu motywacyjnego obejmującego dwa ukierunkowania: na promocję i na prewencję. Wpływają one na relatywnie trwałe tendencje w zachowaniach człowieka. Ukierunkowania regulacyjne są wskazywane jako kluczowe cechy motywacyjne wywierające bezpośredni wpływ na zachowania osób decyzyjnych, a przez to bardziej proksymalne dla działań strategicznych przedsiębiorstw. Teoria ukierunkowań regulacyjnych wydaje się być bardzo obiecującą i użyteczną koncepcją w wyjaśnianiu decyzji podejmowanych w środowisku organizacyjnym.

Zastosowanie teorii behawioralnych i psychologicznych w badaniu postaw i zachowań człowieka wobec ryzyka wpłynęło na zainteresowanie badaczy czynnikami o charakterze indywidualnym, mających wpływ na podejmowane ryzyko i decyzje ryzykowne w przedsiębiorstwie. Podejście to kładzie nacisk na różnice w indywidualnych predyspozycjach menedżerów. Liczne badania w tym zakresie przeprowadzono w ramach deskryptywnej teorii wyższych szczebli zarządzania, opierającej się na założeniu o istnieniu różnic między menedżerami co do tego, jak dostrzegają i interpretują informacje. Jednym z głównych problemów badawczych są wrodzone skłonności menedżerów do podejmowania ryzyka. Znaczenie czynników dyspozycyjnych wspólnie uzasadnia także psychologiczna teoria ukierunkowań regulacyjnych.

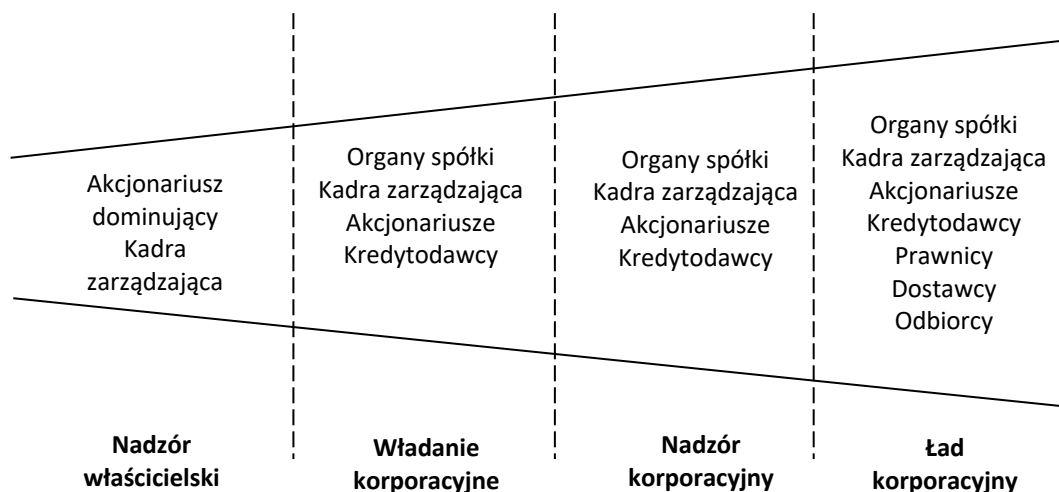
Drugi nurt badań w teorii podejmowania ryzyka menedżerskiego skupia się na czynnikach sytuacyjnych. Jego uzasadnieniem jest teoria perspektywy, której zasadniczą implikacją jest uznanie, że skłonność jednostki do ryzyka nie jest stałym przymiotem, lecz jest kształtowana

przez okoliczności. W tym nurcie badań zwraca uwagę behawioralny model agencji, który klasyczny problem agencji łączy z ramami teorii perspektywy. Teoria ta wskazuje, że wraz ze wzrostem subiektywnych szacunków menedżera dotyczącego przyszłego wynagrodzenia lub premii, będzie on mniej skłonny do podejmowania ryzyka. Badania nad agencją behawioralną generalnie pomijają rolę osobowości menedżera jako warunku, który może wpływać na to, jak postrzega on ryzyko dla zgromadzonego majątku przy podejmowaniu strategicznych decyzji w imieniu swojej firmy. Najczęściej badanymi determinantami sytuacyjnymi wpływającymi na decyzje menedżerskie są czynniki związane są z majątkiem menedżera, obejmującym różne składniki wynagrodzeń, cechy organizacji, w imieniu której decydują podejmując ryzyko oraz czynniki związane z sytuacją zawodową dyrektora generalnego.

3. Polityka motywacji menedżerskiej w modelach nadzoru korporacyjnego

3.1. Teorie nadzoru korporacyjnego

Zdolność wpływania na strategię i wyniki przedsiębiorstwa czyni z decydentów – dyrektorów generalnych – główny cel wielu teorii związanych z nadzorem korporacyjnym (*corporate governance*) (Busenbark i in., 2016, s. 245; Hoskisson i in., 2017, s. 138). Należy przy tym zauważyć, że samo pojęcie *corporate governance* ma w polskiej literaturze kilka określeń, obok nadzoru korporacyjnego również takie jak „nadzór właścicielski”, „ład korporacyjny” czy „władanie korporacyjne” (Rudolf, 2000). Geneza i ewolucja pojęcia, w tym także tłumaczenia na język polski, były przedmiotem kilku opracowań, (m.in. Wierzbicka, 2013; Krzysztofek, 2012). Poza samym problemem z nazewnictwem, wielu autorów nadaje poszczególnym tłumaczeniom różne znaczenie. Nie wdając się jednak w tym miejscu w polemikę, można wyciągnąć ogólny wniosek, że najpopularniejszym obecnie określeniem w Polsce dla *corporate governance* jest ład korporacyjny. Z drugiej jednak strony opisuje on problem w najszerszym ujęciu, a przynajmniej w znacznie szerszym niż wczesne ujęcia problemu. Ład korporacyjny obejmuje bowiem nie tylko relacje właścicieli i zarządzających przedsiębiorstwem, ale także rozległą sieć formalnych i nieformalnych relacji między kadrą zarządzającą spółek, ich organami zarządzająco-nadzorczymi, akcjonariuszami i innymi interesariuszami dotyczącymi korporacji. Taka definicja *corporate governance* jest zgodna ze współczesnym podejściem pluralistycznym do roli przedsiębiorstw w społeczeństwie. Jednak w związku z koncentracją w tej pracy przede wszystkim na związku agencyjnym między akcjonariuszami (głównymi) a dyrektorem generalnym, *corporate governance* jest przedmiotem analiz w węższym ujęciu. Dlatego dla oddania tego zamiaru, w pracy zdecydowano się na zastosowanie określenia „nadzór korporacyjny”. Termin ten wydaje się być adekwatny do definicji *corporate governance* obejmujących rozbieżności oczekiwań pomiędzy stronami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa, powstałych w procesie rozdziału własności od zarządzania (Koładkiewicz, 1999). Takie podejście jest bliższe pierwotnemu rozumieniu pojęcia *corporate governance*, określanym często jako nadzór właścicielski – sprawowany przez akcjonariuszy lub wspólników nad zarządzanym przedsiębiorstwem w celu ochrony ich interesów i dodatkowo maksymalizacji wartości rynkowej akcji w przypadku spółki akcyjnej (Mesjasz, 2011). Pewną próbę przedstawienia ewolucji pojęcia *corporate governance* przez pryzmat polskiego nazewnictwa podjęła Wierzbicka (2013) (zob. rysunek 8).



Rysunek 8. Ewolucja pojęcia „corporate governance”

Źródło: Wierzbicka (2013).

Definicje *corporate governance* różnią się także w zależności od przyjętej perspektywy badań. Nadzór korporacyjny może być rozpatrywany w ujęciu finansowym, prawnym czy też w szerszej perspektywie. W ujęciu finansowym istota nadzoru korporacyjnego sprowadza się głównie do sposobów, w jaki dostawcy kapitału dla korporacji zabezpieczają zwrot z własnych inwestycji (Shleifer i Vishny, 1997). W perspektywie prawnej, nadzór korporacyjny jest definiowany jako system praw, reguł i innych czynników, które kontrolują działalność przedsiębiorstwa (Javaid i Saboor, 2015). W najszerszej perspektywie, jest on utożsamiany z ustalaniem granic, w ramach których zasoby organizacyjne są wykorzystywane, w sposób godzący konflikty między wieloma różnymi interesariuszami (wspomniane wyżej podejście pluralistyczne).

Nadzór korporacyjny jest zatem pojęciem niezwykle pojemnym i wielowymiarowym. Odnosi się do systemu i procesów, w ramach których jest realizowana i kontrolowana władza w przedsiębiorstwach, wpływa na sposoby, w jaki ustalone są cele przedsiębiorstwa, w jaki jest monitorowane i szacowane ryzyko oraz jak są optymalizowane wyniki korporacji. Odpowiednie struktury nadzoru zachęcają przedsiębiorstwa do tworzenia wartości oraz wyznaczają odpowiedzialność i system kontroli współmierny z zaangażowanym ryzykiem.

Silne mechanizmy nadzoru zapewniające efektywny dozór nad działalnością firm mają istotny wpływ na ekonomiczne wyniki, nie tylko poszczególnych przedsiębiorstw, ale także całego kraju. Słabe mechanizmy nadzoru prowadzą do znaczących problemów

ekonomicznych. W interesie publicznym jest zatem zapewnienie efektywnych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, który pozwala przedsiębiorstwom na wnoszenie zewnętrznego kapitału po jak najniższym koszcie. W krajach o słabym nadzorze (np. Włochy, Rosja) przepływy kapitału zewnętrznego do firm są znacznie z tego powodu ograniczone (Huse, 2007).

Filarem wewnętrznego mechanizmu nadzoru korporacyjnego, w przypadku polskiego modelu korporacyjnego, są rady nadzorcze (Gillan, 2006, s. 382). Jest to zrozumiałe, biorąc pod uwagę fakt, że członkowie rady mają ostateczną władzę w podejmowaniu decyzji korporacyjnych oraz ponoszą odpowiedzialność za nadzór nad operacjami przedsiębiorstwa, mając powierzony obowiązek działania w najlepszym interesie korporacji. Najbardziej naturalną funkcją pełnioną przez rady nadzorcze jest funkcja kontrolna. Inną funkcją pełnioną przez radę nadzorczą jest funkcja motywacyjna w stosunku do członków zarządu i rola rady jest w tym aspekcie złożona. Z jednej bowiem strony, rady nie mają uprawnień do prowadzenia bieżących operacji spółki, z drugiej zaś, dysponują one znacznym zakresem skutecznych narzędzi oddziaływania na bieg spraw spółki. W obszarze personalnym, w zakresie obowiązków rady nadzorczej leży dobór osobowy zarządu, reagowanie w porę na słabość jego pracy przez odwoływanie i zawieszanie w czynnościach, jak również budowa odpowiedniego systemu motywacyjnego dla kierownictwa (Krupski i in., 2004, s. 300).

Teoretyczną perspektywę dla badań nadzoru korporacyjnego dostarcza wiele teorii. Wiele współczesnych korporacji, zwłaszcza spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych, charakteryzuje się takimi cechami jak: znaczne rozmiary i złożoność, znaczące aktywa lub dostęp do aktywów, oddzielenie własności od zarządzania, liczna rada dyrektorów (członkowie zarządu i członkowie rad nadzorczych), członkowie rad nadzorczych niezależni od zarządu, znacząca siła ekonomiczna i wiele tysięcy małych akcjonariuszy. W stosunku do takich przedsiębiorstw szczególnie przydatne wydają się być np. takie teorie, jak: **teoria stewarda** (*Stewardship Theory - ST*), **teoria agencji** (*Agency Theory - AT*) i **teoria kontraktowania** (*Contracting Theory - CT*) czy **teoria zależności od zasobów** (*Resource Dependence Theory - RDT*)⁵² (Aluchna, 2015, s. 56-57).

⁵² Teoria zależności od zasobów, w przeciwieństwie do teorii agencji i teorii stewarda, koncentruje się na wyjaśnieniu sposobów, w jakie firma pozyskuje i zarządza swoją zależnością od zasobów dostępnych w otoczeniu zewnętrznym (Pfeffer i Salancik, 1978). Dotyczy zatem zewnętrznej perspektywy nadzoru korporacyjnego. Z tego względu teoria ta nie ma zastosowania w kontekście głównego przedmiotu tej pracy i nie jest w niej przedmiotem analizy.

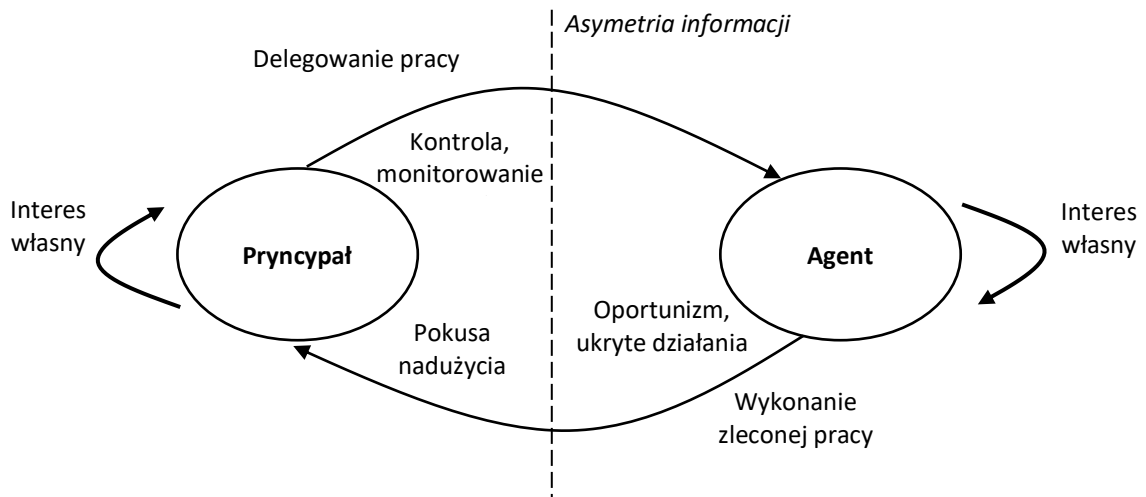
Z punktu widzenia problematyki poruszanej w tej pracy, szczególnie istotne są te teorie nadzoru korporacyjnego, które dotyczą wewnętrznej perspektywy nadzoru korporacyjnego, w tym przede wszystkim rozbieżności oczekiwań na poziomie indywidualnym pomiędzy stronami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa, powstałych w procesie rozdziału własności od zarządzania (Kołodkiewicz, 1999, s. 50). U podstaw takiego ujęcia nadzoru korporacyjnego leży przede wszystkim teoria agencji (Mesjasz, 2011, s. 17), która jest prawdopodobnie najczęściej eksploatowana spośród innych teorii w badaniach menedżerów najwyższego szczebla (Busenbark i in., 2016 s. 254).

Teoria agencji jest często określana jako model pryncypał-agent. Jest ona wykorzystywana w literaturze z zakresu ekonomii i zarządzania jako teoretyczne ramy dla strukturyzacji i zarządzania relacjami kontraktowymi (Slyke, 2006). W tej relacji jedna strona (zleceniodawca) deleguje pracę drugiej stronie (agentowi), która ją wykona. Relacje obu stron można określić mianem stosunku agencyjnego (Eisenhardt, 1989). Teoria agencji zakłada, że podmiot działający we własnym interesie dąży w racjonalny sposób do maksymalizacji własnych korzyści ekonomicznych (Donaldson i Davis, 1991).

Głównymi problemami w teorii agencji są konflikt celów między zleceniodawcą a agentem oraz założenie, że agenci mają ogólnie więcej informacji niż zleceniodawcy. Agenci mogą wykorzystywać tę przewagę informacyjną dla własnych korzyści, zamiast realizować zbiorowe interesy zleceniodawcy, co skutkuje problemami związanymi z pokusą nadużycia. Główne zagadnienia teorii agencji odnoszą się do asymetrii informacji, niekorzystnej selekcji lub oportunistycznego nadużycia (Arrow, 1984; Eisenhardt, 1989; McCue i Prier, 2006; Slyke, 2006; Cunliffe i Luhman, 2013) (zob. rysunek 9).

Dyrektorzy generalni podejmując decyzje strategiczne, wystawiają na ryzyko powierzony im majątek przez właścicieli – można więc powiedzieć, że są przez nich zatrudniani w celu podejmowania decyzji w warunkach niepewności i ryzyka (Klimczak, 2011). Istotnym problemem jest zatem ich zorientowanie na ryzyko, na które wpływa potencjalna strata, w przypadku nieosiągnięcia zakładanych celów. Może to dla nich oznaczać utratę wynagrodzenia menedżerskiego, reputacji lub nawet pracy (MacCrimmon i Wehrung, 1986). Z tego powodu, interes własny dyrektora generalnego i właścicieli przedsiębiorstwa nie jest zbieżny. Zagadnienie to jest istotą problemu agencji. Zgodnie z teorią agencji dyrektorzy generalni mają

tendencję do minimalizowania ryzyka spadku wyników przedsiębiorstwa (*downside risk*), gdyż obniża to ryzyko spadku ich wynagrodzeń i ewentualnej wymiany na stanowisku menedżerskim.



Rysunek 9. Teoria agencji z przypisaniem pracy od zleceniodawcy do agenta

Źródło: Slyke (2006).

Badania wykorzystujące teorię agencji sugerują, że menedżerowie są niechętni względem ryzyka, a udziałowcy/akcjonariusze są względem niego neutralni (K. Kim i Buchanan, 2008). Innymi słowy, jeśli nadarza się dobra okazja biznesowa potencjalnie związana z ryzykiem, właściciele oczekują od menedżerów skorzystania z niej i maksymalizacji ich zwrotu z inwestycji. Menedżerowie tymczasem niechętnie podejmują ryzykowne kroki ze względu na to, że ich zyski i nagrody (np. wynagrodzenie) z podjęcia ryzyka są ograniczone (Beatty i Zajac, 1994, s. 315-316). Ponadto, menedżerowie martwią się bardziej negatywnymi aspektami ryzyka, takimi jak spadki wyników lub nawet bankructwem przedsiębiorstwa, ponieważ ich kapitał ludzki jest mocno związany z danym przedsiębiorstwem (Baysinger i Hoskisson, 1990, s. 81). Menedżerowie będą więc nadawać przetrwaniu i stabilnemu przepływowi dochodu wyższy priorytet niż maksymalizacji zysku przedsiębiorstwa (Baysinger i Hoskisson, 1989, s. 314). Z kolei neutralne podejście właścicieli do ryzyka wynika z łatwości dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego za pośrednictwem np. giełdy papierów wartościowych, dzięki czemu mogą efektywnie zredukować swój poziom ryzyka (K. Kim i Buchanan, 2008, s. 29). Menedżerowie, zmuszeni do poniesienia znacznie większego ryzyka rezydualnego, będą poszukiwać znacznie wyższego wynagrodzenia pieniężnego lub będą podejmować mniej ryzykowne decyzje i w

konsekwencji, opracowywać nieatrakcyjne strategie przedsiębiorstw (Hoskisson i in., 2009, s. 58). Tym samym zachowanie to zmniejsza zagregowaną wartość rynkową przedsiębiorstwa (Devers i in., 2007; Gómez-Mejía i in., 2010).

Mocodawca nie może obserwować działań agenta bezpośrednio (założenie o asymetrii informacji), a więc musi tworzyć system motywacji umożliwiający mu kontrolę zachowań agenta (Światowiec-Szczepeńska, 2012, s. 69, 71). Wprowadzanie kosztownych systemów motywacyjnych ma na celu skłonienie menedżerów do podejmowania większego ryzyka (Graham i in., 2013, s. 103). Koszt wdrożenia takich zachęt jest wyższy, jeśli menedżer ma skłonność do unikania ryzyka (Ross, 2004, s. 207) i jest określany jako koszt agencji.

Z teorią agencji wiąże się koncepcja przedsiębiorstwa rozumianego jako zbiorowość jawnych i niejawnych kontraktów między interesariuszami (Alchian i Demsetz, 1972, s. 777; Jensen i Meckling, 1976, s. 308). Celem teorii agencji jest określenie optymalnego kontraktu między stronami agencji, egzekwującego działanie agenta w zgodzie z interesem mocodawcy. Kontrakt zawiera zachęty i sankcje, aby wspierać dostosowanie celów między agentem a zleceniodawcą. Teoria agencji poszukuje sposobów na umożliwienie agentowi działania w najlepszym interesie zleceniodawcy. Wiąże się to z rodzajem umowy - umowami opartymi na zachowaniu lub umowami opartymi na wynikach. Umowy oparte na wynikach mogą motywować agenta do dostosowania swoich preferencji do preferencji zleceniodawcy, ale za cenę przeniesienia ryzyka na agenta. Zmienność kontekstowa może zwiększać ryzyko związane z przewidywanym wynikiem, który musi zostać komuś przydzielony. Gdy niepewność wyniku jest niska, koszty przeniesienia ryzyka na agenta są również niskie; umowy oparte na wyniku są wówczas bardziej atrakcyjne. Rosnąca niepewność sprawia, że przeniesienie ryzyka staje się coraz bardziej kosztowne. Gdy agent ma mniejszą awersję do ryzyka, bardziej atrakcyjne jest przeniesienie ryzyka na agenta za pomocą umowy opartej na wynikach. Odwrotna sytuacja powoduje, że awersja agenta do ryzyka zwiększa koszty przeniesienia ryzyka (Eisenhardt, 1989).

Zgodnie z teorią agencji, zleceniodawcy trudno jest dokładnie wiedzieć, co robi agent i czy zachowuje się w najlepszym interesie zleceniodawcy (Eisenhardt, 1989; Davis i in., 1997a). Te wysiłki agenta, które nie są w pełni widoczne dla zleceniodawcy, są określane jako "ukryte działania" (Arrow, 1984). Monitorowanie jest wprowadzane w celu przewyższenia tych asymetrii informacji i wiedzy, które są uważane za główną cechę wielu relacji agencyjnych, i daje zleceniodawcy wgląd w rzeczywiste zachowanie agenta (Arrow, 1984; Shapiro, 2005;

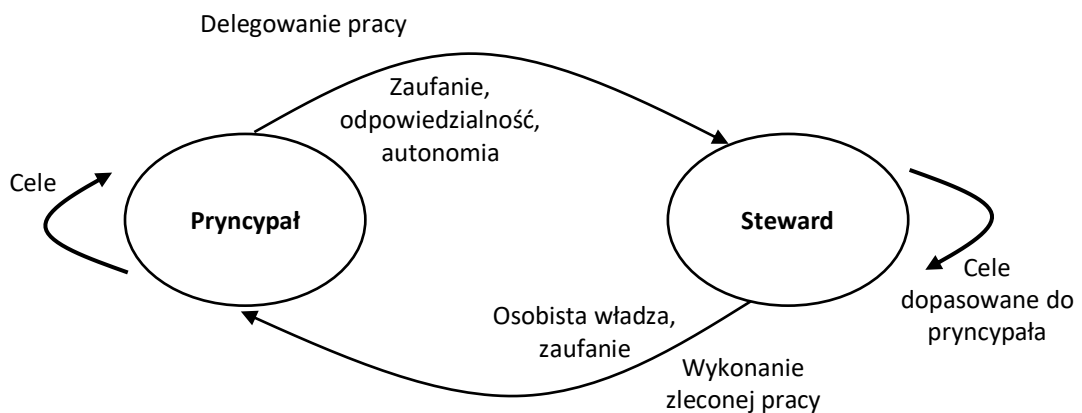
Slyke, 2006). Inna część umowy może dotyczyć systemów motywacyjnych związanych z nagradzaniem lub sankcjonowaniem agenta w celu dostosowania celów agenta do celów zleceniodawcy. Zachęty te mogą opierać się na rodzaju umów, które jak wskazano wyżej, mogą być zorientowane na przewidywane zachowanie lub wynik. Systemy motywacyjne odnoszą się do ogólnego systemu nagród, który jest skonstruowany dla relacji agencji (Eisenhardt, 1989; Shapiro, 2005; Slyke, 2006).

Z punktu widzenia teorii nadzoru korporacyjnego, rady nadzorcze oddziałują na zachowania menedżerów poprzez określanie zasad wynagradzania (Coles i in., 2006; Krupski, Jasiński i Stańczyk-Hugiet, 2004; Low, 2009; Palmer i Wiseman, 1999; Rajgopal i Shevlin, 2002; Sanders i Hambrick, 2007) celem motywowania ich do podejmowania działań pożądanых z punktu widzenia akcjonariuszy (Carpenter, 2000; Rutherford i in., 2007). Panaceum na problem agencji miały być przede wszystkim udziałowe komponenty wynagrodzenia menedżerów, wyrównujących poziom ryzyka między agentem a pryncypałem.

Badania oparte na teorii agencji opierają się na założeniach ekonomii neoklasycznej i zdecydowanie wydają się one przeceniać rolę racjonalnego interesu ekonomicznego w kształtowaniu zachowań (Wowak i in., 2016, s. 39). Większość istniejących badań nad zachowaniem menedżerów, wykorzystujących teorię agencji jako główny paradygmat, przyjmowało jako pewnik założenie o osobistym interesie finansowym menedżera jako centralnym motywie działania ludzi.

Założenia behawioralne teorii agencji nie podziela alternatywna teoria wykorzystywana w nadzorze korporacyjnym, tj. **teoria stewarda** (Slyke, 2006; Segal i Lehrer, 2012). Podobnie jak teoria agencji, dotyczy ona relacji między jedną stroną (zleceniodawcą), która deleguje pracę drugiej stronie (steward), która wykonuje pracę. Została po raz pierwszy wprowadzona do literatury zarządzania przez Davisa i in. (1997a, 1997b) jako krytyka postulowanego w dużej części literatury egoizmu i uchylania się agentów od zobowiązań. Teoria stewarda kładzie nacisk na zbieżność celów między agentem a zleceniodawcą, zamiast skupiać się wyłącznie na interesie własnym (Segal i Lehrer, 2012). Ważnymi założeniami teorii jest to, że długoterminowe (umowne) relacje są rozwijane w oparciu o zaufanie, reputację, wspólne cele i zaangażowanie, gdzie dostosowanie jest wynikiem wzajemnych relacji (Slyke, 2006). „Model człowieka” leżący u podstaw teorii stewarda różni się zatem od analogicznego dla teorii agencji. Teoria stewarda kładzie nacisk na cele zbiorowe, a nie indywidualne. Zarządca

podejmuje decyzje, które są zgodne i mogą być postrzegane jako decyzje podejmowane w najlepszym interesie zleceniodawcy (zob. rysunek 10).



Rysunek 10. Teoria stewarda z relacją między zleceniodawcą a zleceniobiorcą

Źródło: Slyke (2006).

Zaufanie jest podstawowym elementem teorii stewarda. Jest ono postrzegane jako gotowość do narażenia się na możliwość, że jeden z podmiotów w umowie realizuje własny interes i wyklucza wspólnie uzgodnione cele umowy. Stewardzi są motywowani nagrodami wewnętrznymi, które obejmują zaufanie, poprawę reputacji, dyskrecję, autonomię, odpowiedzialność, satysfakcję z pracy, stabilność i zgodność z misją (Slyke, 2006). Systemy nagradzania są zatem postrzegane również z perspektywy niepieniężnej. Stewardzi kierują się wewnętrzną motywacją do wypełniania swojej misji. Oznacza to, że podstawowy konflikt między zleceniodawcą a delegowanym, wspierający teorię agencji, jest złagodzony lub może nawet zniknąć (Caers i in., 2006), zaś w wyniku dopasowania między zleceniodawcą a stewardem pokusa nadużycia jest znacznie mniejszym problemem.

Choć teoria stewarda ma wielu zwolenników (Schillemansa i Bjurstrømb, 2020), można poddać ją krytyce, szczególnie w kontekście nadzoru korporacyjnego. Głównym przedmiotem krytyki jest zbyt optymistyczne założenie dotyczące zachowania menedżerów, polegającego na działaniu w najlepszym interesie właścicieli. Trudno zgodzić się, że zawsze interesy menedżerów pokrywają się z interesami akcjonariuszy. W rzeczywistości, różnice w celach i motywacjach mogą prowadzić do sytuacji, w których menedżerowie podejmują decyzje służące własnym interesom, kosztem interesów akcjonariuszy. Teoria stewarda

nieuwzględnienia również różnic kulturowych, które mogą wpływać na relacje w firmie. W różnych kulturach, wartości związane z lojalnością, odpowiedzialnością czy zaufaniem do menedżerów mogą się różnić, co wpływa na efektywność tej teorii w różnych środowiskach.

Teoria agencji była także często krytykowana, głównie na płaszczyźnie zbyt uproszczonych założeń dotyczących motywacji menedżerskiej (Pepper i Gore, 2015, s. 1063; Wowak i in., 2017, s. 39). Rozwój ekonomii behawioralnej (Asch i Quandt, 1988; Lattimore i in., 1992; Smidts, 1997) zakwestionował ten uproszczony obraz preferencji ryzyka stwierdzając, że w praktyce decydenci wykazują różnorodne preferencje dotyczące ryzyka (Gómez-Mejía i in., 2010). Ten „jeden rozmiar dla wszystkich” (*one-size fits all*) pod względem stałości preferencji względem ryzyka nie ma jednak zastosowania w rzeczywistości, ze względu na istnienie kontekstów organizacyjnych, środowiskowych i instytucjonalnych, które dają różne wyniki w sytuacjach konfliktach między agentem a pryncypałem (właścicielem) (np. Olson i in., 2018; Zolotoy i in., 2019). Z czasem, w literaturze ujawnił się konflikt między przedstawicielami tradycyjnego ujęcia teorii agencji a reprezentantami nurtu behawioralnego, podkreślającego obawy agentów perspektywą utraty majątku osobistego w postaci udziałów kapitałowych w przedsiębiorstwie, w wyniku podjęcia ryzyka (Martin i in., 2013, s. 464).

Zgodnie z postulatami Eisenhardt (1989) teoria agencji wymagała udoskonalenia, głównie poprzez jej integrację z innymi perspektywami teoretycznymi. Nieodzownym stało się połączenie dorobku teorii agencji z dorobkiem badań psychologicznych, w tym zarówno w zakresie psychologii poznawczej, jak i stosowanej. W rezultacie, w późniejszym rozwoju teorii agencji uwzględniono wpływ różnic między poszczególnymi dyrektorami generalnymi (np. Chng i in., 2012; Mannor i in., 2016; Benischke i in., 2019) oraz zróżnicowanie ich preferencji w zależności od kontekstu decyzyjnego (np. Kish-Gephart i Campbell, 2015; Olson i in., 2018). Dzięki tym działaniom do teorii nadzoru korporacyjnego weszły koncepcje dotyczące dopasowania wynagrodzenia do sytuacji (*pay-situation fit*) (Balkin i Gómez-Mejía, 1987; Carpenter, 2000) oraz dopasowania wynagrodzenia do osoby (*pay-person fit*) (Wowak i Hambrick, 2010).

Powyższe udoskonalenia teorii agencji związane były z powstaniem opisywanej w rozdziale drugim, **behawioralnego modelu agencji**, zbudowanego przez Wiseman i Gómez-Mejía (1998). Celem badań behawioralnych nad agencją jest pogłębienie teoretycznego zrozumienia tego, w jaki sposób dyrektorzy generalni postrzegają ryzyko związane z ich wynagrodzeniem przed podjęciem decyzji (tj. wyczucie *ex ante*). Takie podejście do zrozumienia podejmowania

ryzyka odróżnia badania behawioralnej agencji od badań empirycznych z zakresu rachunkowości i finansów, badających wpływ zachowań firm i decyzji dyrektorów generalnych na wskaźniki ryzyka firm *ex post*, takie jak zmienność zysków i zmienność zwrotów akcji (Zolotoy i in., 2021).

Behawioralny model agencji pierwotnie miał wyjaśniać relacje pomiędzy wynagrodzeniem a zachowaniem ryzykownym dyrektorów generalnych poprzez zbadanie, w jaki sposób takie czynniki behawioralne, jak ponoszenie ryzyka (*risk bearing*) i punkty odniesienia, kształtują percepcję i podejmowanie ryzyka (*risk taking*) (Lim, 2018). Podczas gdy teoria agencji koncentruje się na warunkach kontraktów zawieranych między różnymi jednostkami w warunkach występowania kosztów agencji, teoria behawioralna zajmuje się funkcjonowaniem procesu decyzyjnego (Urbanek, 2005, s. 35). Podejmowanie ryzyka stało się podstawową zmienną w większości rodzajów działalności biznesowej, zgodnie z ogólnym założeniem, że odpowiedni poziom ryzyka jest niezbędny do uzyskania wyższych zysków (K.D. Miller i Bromiley, 1990; Sanders i Hambrick, 2007). Mocodawcy mogą skłonić agentów do podejmowania lepszych z tego punktu widzenia decyzji poprzez powiązanie ich wynagrodzenia z wynikami firmy (J.S. Marsh i Graefe-Anderson, 2018).

Wskazane wyżej teorie są wykorzystywane w zależności od celu i kontekstu badań. W praktyce nadzoru korporacyjnego często stosuje się podejście hybrydowe, uwzględniające różne teorie i modele.

3.2. Modele korporacyjne na świecie

Struktura nadzoru korporacyjnego w każdym państwie wykazuje swoje unikalne cechy i elementy (Światowiec-Szczepańska i in., 2018). Te składniki, które kształtują system nadzoru korporacyjnego w poszczególnych krajach, obejmują koncepcję samej spółki/korporacji, strukturę organu nadzorczego, rolę giełdy w systemie gospodarczym, strukturę własności oraz poziom zależności wynagrodzeń kierownictwa od osiągniętych przez korporację wyników. Analiza dostępnej literatury wskazuje na równoczesne funkcjonowanie trzech głównych modeli korporacyjnych: anglosaskiego, niemieckiego i japońskiego, co znacznie ułatwia identyfikację oraz opisanie struktury dla poszczególnych krajów (Światowiec-Szczepańska i in., 2018; Clarke, 2016, 2024). Modele te są także przedmiotem analizy porównawczej pod kątem cech, które mogą wpływać na problem agencji. W tabeli 18. zebrano najważniejsze różnice

między wskazanymi trzema modelami nadzoru korporacyjnego. Scharakteryzowano je według następujących kryteriów: koncepcja przedsiębiorstwa/spółki, forma organu nadzorczego, rola giełdy, struktura własności oraz poziom/zależność wynagrodzeń kierownictwa.

Tabela 18. Typologia modeli nadzoru korporacyjnego

Kryteria	Model anglosaski	Model niemiecki	Model japoński
Koncepcja korporacji	Koncentracja na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.	Koncentracja na utrzymaniu równowagi interesów różnych grup interesariuszy, w tym pracowników, inwestorów i społeczeństwa.	Koncentracja na długoterminowym rozwoju firmy i harmonii w relacjach wewnętrznych.
Forma organu nadzorczego	Bardziej zdecentralizowany, zwykle z zarządem, który odpowiada przed akcjonariuszami.	Dużą rolę odgrywają rady nadzorcze, które są mieszane (tzn. złożone z przedstawicieli pracowników i akcjonariuszy).	Silnie hierarchiczna struktura, gdzie zarząd skupia się na konsensusie i długoterminowych celach.
Rola giełdy	Ma kluczowe znaczenie, ponieważ jest miejscem, gdzie akcje są publicznie notowane i inwestorzy mogą łatwo handlować nimi.	Nie jest tak kluczowa jak w modelu anglosaskim, ponieważ często akcje są w posiadaniu długoterminowych inwestorów.	Mniej istotna, ponieważ większość firm jest częścią grupy korporacyjnej, a akcje rzadko są publicznie dostępne.
Struktura własności	Często jest rozproszona, a inwestorzy mają możliwość szybkiego handlu akcjami.	Skoncentrowana, z większą kontrolą przez akcjonariuszy instytucjonalnych.	Skoncentrowana, często w ramach grupy korporacyjnej, gdzie relacje długoterminowe są ważniejsze niż zysk krótkoterminowy.
Poziom wynagrodzeń kierownictwa	Związany z wynikami finansowymi firmy; często istnieje skomplikowany system premii i opcji na akcje.	Mniej związany z wynikami krótkoterminowymi, bardziej skoncentrowany na utrzymaniu długoterminowej stabilności i rozwoju firmy.	Bardziej oparty na stałych wynagrodzeniach niż na premiach.

Źródło: opracowanie własne na podst.: Światowiec-Szczepańska i in. (2018), Clarke (2016, 2024).

Wskazane w tabeli najważniejsze różnice między głównymi modelami korporacyjnymi, mają wpływ na problem agencji, rozumiany jako konflikt interesów między właścicielami (akcjonariuszami) a menedżerami. W modelu anglosaskim, gdzie istnieje większe rozproszenie akcji i silniejsza rola rynku kapitałowego, agencja może być bardziej znaczącym problemem niż w modelu niemieckim czy japońskim, gdzie większy nacisk kładzie się na stabilności długoterminowej i relacjach wewnętrznych (Dignam i Galanis, 2009). Zrozumienie tych różnic

w modelach korporacyjnych jest istotne dla analizy problemu agencji i dla efektywnego zarządzania firmami w różnych krajach.

Najczęściej wskazywanym rozróżnieniem między modelami korporacyjnymi w różnych regionach i krajach świata jest system organów nadzoru. Ze względu na to kryterium wyróżnia się dwa podstawowe systemy nadzoru korporacyjnego (Światowiec-Szczepańska i in., 2018, s. 75):

- jednopoziomowy (mononistyczny) – zwany też anglosaskim, występujący w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Irlandii i Kanadzie. W systemie tym występuje jedna rada, zwana radą dyrektorów, wśród których jest powoływany komitet kontroli.
- dwupoziomowy (dualistyczny) – zwany też kontynentalnym, występujący w Niemczech, Holandii, Szwajcarii, Austrii oraz w innych krajach europejskich, w tym w Polsce. System ten obejmuje dwa organy – zarząd (organ zarządczy) oraz rada nadzorcza (organ nadzorujący).

Z rozpatrywanych trzech modeli, system anglosaski jest systemem jednopoziomowym, natomiast niemiecki i japoński dwupoziomowym. Porównanie głównych modeli korporacyjnych ukazuje różnice w ich głównych aspektach. Mimo globalizacji i prób harmonizacji instytucjonalnej oraz funkcjonalnej, istnieją trwałe różnice między regionalnymi systemami korporacyjnymi na świecie, co wpływa na różnorodność strategii motywacyjnych (Salacuse, 2003; Maassen, 2002).

Model anglosaski cechuje niska koncentracja własności i duże rozproszenie udziałów w spółkach kapitałowych, co wynika z istotnego znaczenia rynków kapitałowych. W tym modelu system bankowy nie pełni głównej roli w nadzorze, traktuje się go głównie jako dostawcę kredytów. Głównymi interesariuszami są akcjonariusze indywidualni i coraz częściej instytucje finansowe niepowiązane z korporacją (tzw. zewnętrzni akcjonariusze). Przepisy prawne określają prawa i obowiązki trzech głównych uczestników: menedżerów, dyrektorów i akcjonariuszy, oraz stosunkowo proste procedury interakcji między akcjonariuszami i korporacją oraz między samymi akcjonariuszami. Menedżerowie odpowiadają przed radą dyrektorów i akcjonariuszami, zainteresowanymi rentownością działalności spółki i dywidendą. System ten opiera się na systemach wynagrodzeń dla menedżerów zależnych od wyników spółki, co odzwierciedla motywacyjną politykę dążącą do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Sprzyja to mobilności kapitału i przekierowaniu inwestycji z obszarów mniej

efektywnych do bardziej atrakcyjnych sektorów gospodarki, ale może prowadzić do krótkoterminowych inwestycji i braku strategicznego rozwoju firm (Dorweiler i Yakhou, 2007).

W Stanach Zjednoczonych ustawodawstwo zawsze sprzyjało ograniczeniu koncentracji własności i kontroli. Ze względu na duże rozproszenie akcjonariatu, akcjonariusze mają ograniczony wpływ na strategię i zarządzanie firmą. Rozwój nadzoru korporacyjnego był głównie wynikiem różnych stowarzyszeń, takich jak *National Association of Investors Corporation* (założone w latach 50. XX w.), które doradzają inwestorom giełdowym, oraz *Krajowa Rada Inwestorów Indywidualnych*, która chroni interesy akcjonariuszy przed organami regulacyjnymi (Harrington, 2012). Przejrzystość i dostęp do informacji, a także relacje między regulatorem a akcjonariuszami, są uważane za kluczowe. Przedsiębiorstwa w modelu anglosaskim są zobowiązane do ujawnienia większej ilości informacji niż np. firmy japońskie czy niemieckie. Instytucje regulacyjne działają w celu ochrony inwestorów poprzez szczegółowe polityki i praktyki w zakresie ładu korporacyjnego. Rada dyrektorów odgrywa istotną rolę, zwłaszcza dyrektorzy niezależni. Ostatecznym narzędziem akcjonariuszy w walce o swoje interesy jest sprzedaż akcji danej spółki. System ten najmocniej opiera się na rynku w porównaniu do innych modeli (Roe, 2000).

System niemiecki charakteryzuje się wysokim stopniem koncentracji udziałów w rękach jednego inwestora, co sprzyja konfliktom interesów między akcjonariuszami większościowymi a mniejszościowymi. W tym modelu banki i grupy kapitałowe mają znaczący udział. Wynagrodzenia dyrektorów są rzadziej zależne od wyników spółki, co może prowadzić do braku motywacji menedżerów do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa lub unikania ryzyka dla osiągnięcia maksymalnych zysków. Wysoki stopień koncentracji akcji pozwala głównym akcjonariuszom na aktywne uczestnictwo w zarządzaniu i karanie za brak efektywności ekonomicznej (Aguilera i Jackson, 2010; Jürgens i Rupp, 2002).

Model japoński cechuje się wysokim poziomem własności akcji przez banki i firmy stowarzyszone, co tworzy silne i długoterminowe powiązania między nimi. System bankowy jest ściśle związany z korporacjami, a kontrola korporacyjna opiera się na strategicznych akcjonariuszach, często związanych z grupami biznesowymi typu *keiretsu* (Gilson i Roe, 1993). W tym systemie własność skupiona jest na kontroli, co sprawia, że emisja akcji jest ograniczona. Główni akcjonariusze są zaangażowani w zarządzanie i motywują do efektywności ekonomicznej. Model japoński jest oparty na współpracy, stosuje defensywne taktyki wobec wrogich przejęć, dąży do zharmonizowania interesów partnerów biznesowych

i pracowników oraz wykorzystuje głównie finansowanie bankowe. Azjatycki system korporacyjny cechuje się największymi powiązaniem z partnerami biznesowymi, inwestorami, dostawcami i klientami, co pozwala na najdłuższy horyzont inwestycyjny spośród wszystkich modeli. To umożliwiło japońskim i chińskim firmom dominację na rynkach światowych w dziedzinie zaawansowanych produktów elektronicznych i wysokiej jakości, niedrogich samochodów. Jednak brak transparentności i niejasne odpowiedzialności finansowe mogą prowadzić do przyszłych problemów w tym systemie (Dignam i Galanis, 2009).

Każdy model nadzoru korporacyjnego jest zbudowany na specyficznych cechach kulturowych, historycznych i technologicznych oraz pozostaje pod wpływem warunków ekonomicznych i społecznych danego kraju (Volonte, 2015; Doidge i in., 2007). Żaden z tych modeli nie jest idealny, a struktura systemu korporacyjnego jest trudna do przeniesienia między krajami. Ostatecznie, forma nadzoru korporacyjnego w danym kraju jest wynikiem wielu wydarzeń politycznych i instytucjonalnych oraz roli państwa w regulowaniu praw własności i konkurencji między przedsiębiorstwami. Ochrona prawna akcjonariuszy jest kluczowym czynnikiem kształtującym strukturę własności i systemu finansowania, co wpływa na kształt systemu nadzoru korporacyjnego (Światowiec-Szczepańska i in., 2018).

3.3. Polityka kontraktowania i systemy wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla zarządzania

Istotnym czynnikiem sytuacyjnym w warunkach organizacyjnych, wpływającym na motywację dyrektorów generalnych, jest szeroko rozumiane wynagrodzenie. W licznych badaniach empirycznych wykazano, że systemy motywacyjne wpływają na podejmowanie decyzji menedżerskich (np. Carriger, 2016; Datta i in., 2001; Devers i in., 2007).

Systemy wynagrodzeń dyrektorów opierają się na różnorodnych teoriach zarządzania, ekonomii oraz psychologii. Zgodnie z teoriami ekonomicznymi, składniki wynagrodzeń dyrektorów, takie jak premie, udziały w zyskach czy opcje na akcje, są projektowane z myślą o zachęcaniu do podejmowania działań, które zwiększają efektywność i wartość firmy. Fundamentem ustalania systemów wynagrodzeń są ogólne teorie motywacji, wykorzystywane w organizacyjnej polityce wynagradzania pracowników. Są to teoria oczekiwań Vrooma (*Expectancy Theory of Motivation*) (Griffin, 1996, s. 80-81) czy teoria wzmocnień Skinnera (*Reinforcement Theory*) (Zimbardo i in., 2010, s. 136-138). zwana także

teorią modyfikacji zachowania. Te teorie wskazują, że ludzie są motywowani przez oczekiwania odnośnie do wynagrodzenia za swoje działania oraz przez wzmocnienia (np. premie, awanse), które otrzymują w wyniku osiągnięcia określonych celów i rezultatów. To podejście zakłada, że odpowiednie kształtowanie systemów wynagrodzeń może zwiększyć zaangażowanie pracowników, poprawić wydajność oraz przyczynić się do osiągnięcia celów firmy. Warto przy tym również wspomnieć, że według teorii sprawiedliwości organizacyjnej Adamsa, pracownicy oceniają swoje wynagrodzenia na podstawie percepcji sprawiedliwości w organizacji (Turek, 2011, s. 41-45.) System wynagrodzeń dyrektorów musi być zatem sprawiedliwy i uwzględniać kryteria sprawiedliwości proceduralnej (sprawiedliwość procesu określania wynagrodzeń) oraz kryteria sprawiedliwości dystrybtywnej (sprawiedliwość rozdzielania wynagrodzeń).

Ze względu na strategiczne znaczenie zachowania menedżerów dla wyników firmy i zysków właścicieli (akcjonariuszy), systemy wynagrodzeń menedżerów najwyższego szczebla, oprócz wyżej wskazanych teorii, wspierane są przez specyficzne dla nich koncepcje teoretyczne. Najważniejsza z nich to oczywiście teoria agencji, która wyjaśnia relacje pomiędzy właścicielami (akcjonariuszami) a zarządzającymi (dyrektorami). Przewodnym motywem dla systemu wynagrodzeń jest konflikt interesów między obiema grupami, ponieważ zarządzający mogą działać w sposób niezgodny z interesem właścicieli. Teoria agencji wykorzystuje bodźce motywacyjne, w tym głównie wynagrodzenie jako efektywny mechanizm do godzenia interesów i zachowań menedżerów z celami właścicieli. System wynagrodzeń dyrektorów ma na celu zmniejszenie tego konfliktu poprzez zachęcanie dyrektorów do podejmowania działań zgodnych z interesem akcjonariuszy. Teoria agencji zdominowała badania nad wynagrodzeniem osób o strategicznym znaczeniu dla przedsiębiorstwa, głównie w formie badania związków między poszczególnymi komponentami systemu wynagrodzenia menedżera i wynikami przedsiębiorstwa (Sung i in., 2017, s. 288).

Zrozumienie istoty systemów wynagrodzeń dla dyrektorów generalnych wymaga bliższemu przyjrzeniu się jego najbardziej istotnym elementom, funkcjonującym we wszystkich modelach korporacyjnych systemów wynagrodzeń. Jak już wyżej wskazano, do podstawowych składników wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla należą:

- wynagrodzenie stałe – naliczane i wypłacane miesięcznie;
- wynagrodzenie zmienne (premia lub bonus motywacyjny) – uzależnione od realizacji określonych zadań;

- inne elementy, takie jak: nagrody za osiągnięcia długoterminowe, nagrody za realizację specyficznych zadań, wypłaty części wynagrodzeń w akcjach lub opcjach na akcje, odprawy i inne dodatkowe apanaże (Krupski i in., 2004, s. 301).

Różne elementy wynagrodzenia wywierają różny wpływ na zachowania menedżerów i na wyniki przedsiębiorstwa. Skonstruowanie optymalnych systemów motywacyjnych wciąż stanowi istotny problem praktyczny, dlatego ten aspekt jest wciąż perspektywiczną ścieżką badań (Devers i in., 2007, s. 1020-1021). Badania w obszarze zarządzania strategicznego zidentyfikowały **systemy motywacyjne zależne od wyników przedsiębiorstwa** jako kluczowe narzędzia strategiczne do wywoływania pożądanych zachowań menedżerskich i w efekcie promowania efektywności organizacyjnej (Chng i in., 2012). Z punktu widzenia teorii nadzoru korporacyjnego, określanie zasad wynagradzania menedżerów stanowi narzędzie, za pomocą którego rady nadzorcze mogą dość skutecznie oddziaływać na zachowania kadry menedżerskiej, motywując ją do osiągania określonych celów, równoważąc jednocześnie korzyści pomiędzy członkami zarządu a właścicielami (akcjonariuszami) (Coles i in., 2006; Krupski i in., 2004; Low, 2009; Palmer i Wiseman, 1999; Rajgopal i Shevlin, 2002; Sanders i Hambrick, 2007).

Do komponentów wynagrodzenia mających na celu doprowadzenie do zbieżności interesów akcjonariuszy z interesem zarządu należą w szczególnym stopniu **akcje i opcje na akcje** (Pawłowicz, 2015, s. 318). Opcje na akcje oferują osobom fizycznym prawo, ale nie obowiązek, do zakupu akcji po z góry określonej cenie wykonania (*exercise price* lub *strike price*). Przyznawane są zwykle w odstępach od jednego do trzech lat, a ich czas życia wynosi do dziesięciu lat (Ofek i Yermack, 2000; Heath i in., 1999; Devers i in., 2008). Wartość wewnętrzna (*intrinsic value*) opcji na akcje menedżerów jest zazwyczaj bliska zeru w momencie ich przyznania, ponieważ opcje dają prawo do zakupu akcji po cenie z dnia przyznania. Jest to tzw. okres nabywania uprawnień (*vesting period*), w którym menedżer może zdecydować się na wykonanie opcji w celu nabycia akcji bazowych po niższej cenie. Przed rozpoczęciem tego okresu opcje są niewykonywalne (*unexercisable*), a po upływie daty wygaśnięcia (*expiry date*) stają się bezwartościowe (Desjardine i Shi, 2021; Lim, 2017). Zmienia się to, gdy cena akcji wzrasta, ponieważ opcje na akcje akumulują wartość (Zolotoy i in., 2021).

Wynagradzanie menedżerów akcjami lub opcjami na akcje stanowi ważny element tzw. **długookresowego planu motywacyjnego** (*Long Term Incentive Plan – LTIP*) w wielu przedsiębiorstwach charakteryzujących się zrównoważonym wzrostem wartości. Plan ten

niweluje negatywne konsekwencje rozdzielania funkcji zarządczych od właścicielskich (Pawłowicz, 2015, s. 321).

Spośród dwóch wspomnianych kapitałowych komponentów wynagrodzeń, zdaniem zwolenników teorii agencji, opcje na akcje wykazują szczególną tendencję do zwiększania podejmowania ryzyka, w postaci zwiększenia wydatków inwestycyjnych, bardziej ryzykownych przejęć i mniejszego hedgingu (Devers i in. 2008; Rajgopal i Shevlin, 2002; Sanders, 2001; Sanders i Hambrick, 2007). Z punktu widzenia teorii agencji, godzą one interesy menedżerów i właścicieli, poprzez zmniejszenie prawdopodobieństwa uchylania się menedżerów od obowiązków, wynagradzając ich za wzrost wartości przedsiębiorstwa oraz promowanie długoterminowego horyzontu działania (Jensen i Meckling, 1976).

Opcje na akcje są kluczowym instrumentem wpływającym na motywację menedżerską, odmiennie niż w przypadku samych akcji (J.S. Marsh i Graefe-Anderson, 2018). Posiadając akcje, menedżerowie mogą być bowiem tak zaniepokojeni zachowaniem ich wartości, że będą podejmować nadmiernie konserwatywne decyzje strategiczne (J.S. Marsh i Graefe-Anderson, 2018). Opcje na akcje nie są obarczone tym samym ryzykiem, ponieważ ich wartość nie może spaść poniżej zera i dlatego jakiegokolwiek straty w wartości firmy nie przenoszą się na straty w wartości opcji. Oznacza to, że właściciele mogą nagradzać menedżerów za sukcesy bez konieczności karania ich za porażki (DeFusco i in., 1990).

Powyższy pogląd reprezentowali zwolennicy teorii agencji uznając opcje na akcje za jeden z najbardziej skutecznych mechanizmów motywacyjnych dla dyrektorów generalnych. Z tego względu opcjom na akcje poświęcono sporo uwagi, zarówno w ramach teorii agencji, jak i behawioralnego modelu agencji. Wszegobecność opcji jako formy wynagrodzenia w modelach nadzoru korporacyjnego w wielu krajach oraz wyniki badań wskazującymi na ich istotny wpływ na zachowania menedżerów i wyniki firmy (np, Larraza-Kintana i in., 2007; Lim i McCann, 2013; Martin i in., 2013; Martin i in., 2016b; Sanders i Hambrick, 2007) tylko to zainteresowanie wzmacniały.

Bezsprzeczną skuteczność opcji na akcje jako mechanizmu motywacyjnego podważył jednak behawioralny model agencji⁵³. Zgodnie z nim, w stopniu, w jakim skumulowana wartość opcji na akcje (majątek opcyjny) jest uwzględniana przez dyrektorów generalnych w

⁵³ W literaturze pod nazwą *behawioralna teoria agencji (Behavioral Agency Theory)* funkcjonuje również model Peppera i Gore (2015), dlatego w tej pracy będzie konsekwentnie używane określenie *behawioralny model agencji (Behavioral Agency Model)* jako odwołanie do nurtu wywodzącego się z publikacji Wisemana i Gómez-Mejí (1998).

ocenie ich obecnego majątku (czyli, majątek ten jest w posiadaniu – *endowed*), majątek opcyjny tworzy ponoszenie ryzyka (*risk bearing*) dla dyrektorów generalnych (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Zatem przyznawanie opcji na akcje dyrektorom generalnym może mieć różne skutki, zależne od sposobu, w jaki ponoszone ryzyko majątku opcyjnego (*risk bearing*) zależy od postrzeganej sytuacji zysku (gdy opcje są „w pieniądzu” – *in-the-money*) lub straty (gdy opcje są „poza pieniądzem” – *out-of-the-money*) (np. Martin i in., 2015). Gdy wartość wewnętrzna jest zerowa, opcje na akcje mogą nie powodować niechęci do podejmowania ryzyka, ale wraz ze wzrostem wartości wewnętrznej wzrasta odpowiednio ponoszone ryzyko (*risk bearing*) (istnieje większy majątek narażony na ryzyko) (Larraza-Kintana i in., 2007; Sawers i in., 2011). Dzieje się tak, ponieważ wartość tego posiadanego (*endowed*) majątku podlega utracie zarówno z powodu podejmowania wyborów inwestycyjnych w imieniu firmy, jak i zewnętrznych zmian dokonujących się w gospodarce. Takie ponoszenie ryzyka (*risk bearing*) sprzyja ramowaniu na zysk (*gain framing*), które może prowadzić do zachowań zmierzających do zachowania istniejącego majątku opcyjnego (Martin i in., 2019; Gómez-Mejía i in., 2019). Innymi słowy, zwiększone ponoszenie ryzyka (*risk bearing*) poprzez efekt posiadania (*endowment effect*), gdy opcje na akcje są „w pieniądzu” (*in-the-money*) prowadzi do niższej skłonności (*propensity*) do podejmowania ryzykownych decyzji organizacyjnych (Devers, McNamara, Wiseman i Arrfelt, 2008).

Wykazano także, że nadmierna, nieuzasadniona wartość opcji na akcje prowadzi do podejmowania mniejszego ryzyka zarówno w warunkach lepszych, jak i gorszych wyników firmy (Lim i McCann, 2014). Jest to tzw. *problem przeinwestowania agenta* (*agent's overinvestment problem*), kiedy instrumenty motywacyjne wbrew wcześniejszym intencjom skłaniają menedżera do postawy wobec ryzyka skutkującej suboptymalnymi inwestycjami z perspektywy mocodawcy (Eisenhardt, 1989).

Posiadanie przez dyrektora generalnego komponentów udziałowych wynagrodzenia wskazywane było nie tylko jako powód ponoszenia zwiększonych kosztów przez akcjonariuszy (Martin i in., 2016b), ale również przyczyna problemów etycznych wynikających ze stosunku agencji (Gómez-Mejía i in., 2005; Matsumura i Shin, 2005; Wiseman i in., 2012). Duże poziomy wynagrodzenia opartego na opcjach na akcje mogą się wiązać np. z nadmiernie ryzykownymi nakładami na badania i rozwój (Rajgopal i Shevlin, 2002; Sanders i Hambrick, 2007; J. Wu i Tu, 2007; Alessandri i Pattit, 2014), nadmiernymi fuzjami i przejęciami (np. Datta i in., 2001; Sanders, 2001; Deutsch i in., 2007), czy błędną sprawozdawczością finansową (Burns i Kedia,

2006; Ndofor i in., 2015). Z punktu widzenia problemów etycznych, dyrektorzy generalni są bardziej skłonni do stosowania praktyk zarządzania zyskiem (*earnings management*), gdy posiadają niski poziom własności akcji i więcej opcji na akcje „poza pieniądzem” (*out-of-the-money*) niż „w pieniądzu” (*in-the-money*) (Healy i Whalen, 1999; Zhang i in., 2008).

Behawioralny model agencji wydawał się być kluczowy do zrozumienia, w jaki sposób wynagrodzenie menedżerskie wpływa na zachowania związane z podejmowaniem ryzyka (*risk taking*). Na jego podstawie uzyskiwano jednak sprzeczne wyniki empiryczne (np. Balkin i in., 2000; Devers i in., 2008; Larraza-Kintana i in., 2007; Sanders, 2001; Souder i Shaver, 2010). Na przykład, Devers i in. (2008) stwierdzają, że opcje na akcje są pozytywnie związane z ryzykiem strategicznym, a Larraza-Kintana i in. (2007) dokumentują związek negatywny.

Sprzeczne wyniki badań dotyczące wpływu opcji na akcje na podejmowanie ryzyka zostały pogodzone w artykule Martina, Gómez-Mejí i Wisemana (2013), poprzez uznanie, że opcje na akcje, podobnie jak własność kapitału (*equity ownership*), stanowią mieszaną grę, w której możliwe są zarówno zyski, jak i straty (Martin i in., 2013). W sytuacji gry mieszanej, negatywny wpływ obecnej wartości opcji na akcje na podejmowanie ryzyka jest osłabiany przez przyszły, potencjalny majątek (*potential wealth*). Rozpoznanie zróżnicowanej wyceny wynagrodzeń (*differential valuation of pay*) sugeruje, że opcje o dodatniej wartości posiadanej (*endowed*) w ramach osobistego majątku menedżerów rzeczywiście niosą ze sobą potencjał ryzyka spadku (*downside risk potential*), co powoduje ponoszenie ryzyka i ostatecznie wpływa negatywnie na podejmowanie ryzyka (Beatty i Zajac, 1994; Lim, 2017; Zolotoy i in., 2019). Jednakże oczekuje się również, że agenci będą ważyć potencjalne przyszłe zyski z potencjalnymi stratami przy podejmowaniu decyzji, które wpływają na ich majątek (Martin, Wiseman i Gómez-Mejía, 2016a). Zagłębiając się dalej w specyficzne cechy opcji na akcje, wyniki badań sugerują również, że opcje na akcje wykonalne (*exercisable options*) i niewykonalne (*unexercisable options*) (Devers i in., 2008) oraz posiadane opcje na akcje (*held stock options*) i opcje jeszcze nie przyznane (*not-yet-awarded options*) (Devers i in., 2007), mają różny wpływ na podejmowanie ryzyka strategicznego (*strategic risk-taking*) (Chari i in., 2019).

Devers i in. (2008) stwierdzili, że dodatnio wycenione niewykonalne (*unexercisable options*) i wykonalne (*exercisable options*) opcje dyrektora generalnego wykazują generalnie pozytywny związek z ryzykiem strategicznym firmy.⁵⁴ Ponieważ obecny majątek w postaci

⁵⁴ W świetle krótszego horyzontu płatniczego opcji wykonalnych, dyrektorzy generalni stają się bardziej wrażliwi na potencjalną erozję ich obecnego majątku przy realizacji ryzykownych projektów (por. Benartzi i Thaler, 1995).

wykonalnych opcji może być łatwo dostępny, wzrasta krótkoterminowe ponoszenie ryzyka, co prowadzi do większej intensywności awersji do strat, która popycha menedżerów do faworyzowania działań, które skutecznie chronią zyski z tego posiadanego (*endowed*) majątku, nad działaniami ryzykownymi, które mogą zwiększyć wartości opcji, ale także zwiększyć prawdopodobieństwo zaryzykowania tych wartości (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998; Martin i in., 2013; Larraza-Kintana i in., 2007). Takie postępowanie pozwoli zminimalizować ryzyko, chroniąc jednocześnie przed krótkoterminowymi zagrożeniami ostatnie zyski w ich posiadanym (*endowed*) majątku obecnym (Lim, 2017).

Uwzględniając obydwie aspekty zachowania dyrektorów generalnych jednocześnie (potencjał zysków i strat), unowocześniony behawioralny model agencji łączy behawioralne oczekiwania dotyczące obecnego majątku z agencyjnymi oczekiwaniami dotyczącymi potencjalnego zwiększenia majątku (inaczej, majątku prospektywnego) (J.S. Marsh i Graefe-Anderson, 2018).

Systemy wynagradzania dyrektorów spółek, w tym znaczenie poszczególnych komponentów wynagrodzeń, mogą różnić się w zależności od konkretnego modelu nadzoru korporacyjnego oraz lokalnych uwarunkowań prawnych i kulturowych. Mając na uwadze specyfikę sposobów wynagradzania dyrektorów generalnych można odróżnić model amerykański (USA), europejski (kontynentalny), japoński oraz mieszany (Clarke, 2024).

W **modelu amerykańskim** dominuje model korporacyjny skoncentrowany na akcjonariuszach. Wynagrodzenie dyrektorów wykonawczych często składa się z pakietów akcji i opcji na akcje, co powoduje, że ich wynagrodzenie jest ściśle związane z wynikami firmy na rynku kapitałowym (Jensen i Murphy, 1990). Inne elementy wynagrodzenia mogą obejmować premie za osiągnięte cele finansowe i wskaźniki wydajności. Oto kilka głównych elementów systemu wynagrodzeń dyrektorów wykonawczych w USA (Conyon i Murphy, 2000; Murphy, 2013; Clarke, 2024):

Dyrektorzy generalni są mniej wrażliwi na zdyskontowane wartości niewykonywalnych opcji (*unexercisable options*), które nie mogą być natychmiast przechwycone (Pepper i Gore, 2015). Ponieważ do niewykonywalnych opcji (*unexercisable options*) nie nabywa się uprawnień przez okres do pięciu lat, na ich wartość w mniejszym stopniu wpływają krótkoterminowe wahania kursu akcji firmy, ale będą one podlegać długoterminowemu ryzyku spadku kursu akcji związanemu z ryzykownymi działaniami. Dyrektorzy generalni są świadomi przyszłej niepewności związanej z ich niewykonalnymi opcjami (*unexercisable options*). Jeśli wyniki pogorszą się w przyszłości, dyrektorzy generalni mogą odczuć erozję wartości ich niewykonalnych opcji (*unexercisable options*) (Larraza-Kintana i in., 2007). Niemniej jednak decydenci nadal preferują ryzyko, ponieważ są mniej wrażliwi na taką długoterminową niepewność, gdy horyzont nabywania uprawnień niewykonywalnych opcji przesuwają się w przyszłość (Benartzi i Thaler, 1995; Greve, 2003).

- podstawowe wynagrodzenie - dyrektor otrzymuje stałą pensję jako podstawową formę wynagrodzenia. Ta kwota stanowi część ogólnego pakietu wynagrodzeń i może być ustalona na rocznym poziomie;
- premie roczne - część wynagrodzenia dyrektora może być uzależniona od osiągnięcia określonych celów rocznych, takich jak zysk netto firmy, wzrost przychodów czy osiągnięcie innych kluczowych wskaźników wydajności;
- pakiety akcji i opcji na akcje - dużą część wynagrodzenia dyrektora w USA stanowią pakiety akcji i opcji na akcje. Daje to dyrektorowi interes w długoterminowym wzroście wartości firmy, ponieważ zyskują one, gdy cena akcji rośnie. Opcje na akcje pozwalają dyrektorowi na zakup akcji w przyszłości po ustalonej cenie, co daje im zachętę do długoterminowego zaangażowania się w rozwój firmy;
- bonusy długoterminowe - niektóre firmy oferują bonusy długoterminowe, które są uzależnione od osiągnięcia długoterminowych celów strategicznych lub finansowych, takich jak trzyletnie plany wzrostu zysków lub zwiększenie wartości rynkowej firmy w ciągu pięciu lat;
- inne świadczenia - dyrektorzy często otrzymują również inne świadczenia, takie jak dodatkowe ubezpieczenia, fundusze emerytalne, świadczenia zdrowotne, fundusze na badania lub inne korzyści dodatkowe.

Wynagrodzenia dyrektorów generalnych w Stanach Zjednoczonych mogą być bardzo zróżnicowane i często są krytykowane za swoją wysokość, zwłaszcza w przypadku dużych spółek publicznych (S.N. Kaplan, 2012; Edmans i in., 2017). Jednak ich struktura ma na celu zachęcenie do osiągania wyników finansowych, zwiększania wartości akcji dla akcjonariuszy oraz długoterminowego zaangażowania w rozwój firmy.

W kontynentalnym modelu korporacyjnym w Europie, w tym w krajach takich jak Niemcy, Francja czy Holandia, system wynagrodzeń dyrektorów generalnych może się różnić od tego w Stanach Zjednoczonych. W Europie kontynentalnej, zwłaszcza w krajach skandynawskich i niemieckojęzycznych, istnieje większe skupienie na długoterminowym podejściu do zarządzania firmą. Wynagrodzenie dyrektorów może być mniej skoncentrowane na akcjach i bardziej związane z długoterminowymi wskaźnikami wydajności, takimi jak rentowność kapitału własnego czy wzrost zysków na akcję. W niektórych krajach, takich jak Niemcy, istnieją struktury korporacyjne oparte na współzarządzaniu, co oznacza, że na zarządzanie firmą i decyzje dotyczące wynagrodzeń dyrektorów wpływ mają pracownicy. Poniżej

podsumowano cechy charakterystyczne wynagrodzeń dla tego modelu (Clarke i Chanlat, 2009; Clarke, 2024):

- mniejsze skoncentrowanie na akcjach - w przeciwieństwie do modelu amerykańskiego, w którym wynagrodzenia często są powiązane z wynikami akcji, w Europie korporacje częściej przywiązują wagę do innych wskaźników wydajności, takich jak rentowność aktywów, rentowność kapitału własnego czy wzrost przychodów;
- mniejsze różnice między płacami pracowników a wynagrodzeniem dyrektorów - w Europie kontynentalnej częściej obserwuje się mniejszą dysproporcję między płacami najwyższego kierownictwa a pracowników niż w Stanach Zjednoczonych;
- większe zaangażowanie interesariuszy - w Europie korporacje częściej angażują różne interesy, takie jak pracownicy, związki zawodowe i lokalne społeczności, w proces podejmowania decyzji dotyczących wynagrodzeń. W niektórych przypadkach zaangażowanie to może ograniczyć wzrost wynagrodzeń kierownictwa;
- większa rola rządowych regulacji - w niektórych krajach europejskich istnieją rygorystyczne przepisy dotyczące wynagrodzeń, które mogą ograniczać elastyczność firm w ustalaniu wynagrodzeń dyrektorskich;
- dłuższe kadencje - w Europie kontynentalnej dyrektorzy generalni często mają dłuższe kadencje niż w USA, co może wpływać na strukturę ich wynagrodzeń i długoterminowe strategie firmy;
- większe znaczenie opieki socjalnej - w niektórych krajach europejskich, takich jak Niemcy czy Francja, istnieją silne tradycje opieki socjalnej, które mogą wpływać na sposób, w jaki wynagrodzenia dyrektorów są postrzegane przez społeczeństwo i regulowane przez państwo.

Ogólnie rzecz biorąc, system wynagrodzeń dyrektorów generalnych w korporacyjnym modelu europejskim może być mniej zorientowany na akcje, bardziej zrównoważony pod względem płac pracowników, bardziej poddany kontroli interesariuszy i bardziej regulowany przez rząd niż w Stanach Zjednoczonych (Salacuse, 2003). Jednakże różnice mogą występować między poszczególnymi krajami europejskimi ze względu na różnice kulturowe, społeczne i instytucjonalne (Aguilera i Jackson, 2010).

W **modelu azjatyckim**, reprezentowanym przede wszystkim przez Japonię, istnieje silne nacisk na harmonię w relacjach korporacyjnych i długoterminową stabilność. Wynagrodzenie dyrektorów generalnych często jest mniej skoncentrowane na akcjach i bardziej równomierne, z mniejszą zmiennością roczną. Istnieją też pewne elementy wynagrodzenia, które są oparte na osiągnięciu długoterminowych celów strategicznych, a nie tylko na wynikach finansowych. System wynagrodzeń dyrektorów generalnych w Japonii różni się zatem zasadniczo od tego, który występuje w Stanach Zjednoczonych czy w Europie. Oto kilka cech charakterystycznych systemu wynagrodzeń dyrektorów w modelu japońskim (Pan i Zhou, 2018):

- niskie płace podstawowe - w Japonii, w przeciwieństwie do krajów zachodnich, płace podstawowe dla dyrektorów są stosunkowo niskie. Wynagrodzenie dyrektorów składa się z różnych składników, z których wiele może być zależnych od osiągniętych wyników;
- premie oparte na wynikach - duża część wynagrodzenia dyrektorów w Japonii jest uzależniona od osiągniętych wyników finansowych firmy. Premie są często przyznawane na podstawie długoterminowych wskaźników wydajności, takich jak rentowność kapitału, wzrost zysków, udział w rynku itp.;
- długi okres służby - dyrektorzy generalni w Japonii często zostają na stanowisku przez długi okres, często przez całe życie zawodowe w jednej firmie. Wynagrodzenie może wzrastać stopniowo wraz z doświadczeniem i stażem w firmie;
- niska przejrzystość - w przeciwieństwie do niektórych krajów zachodnich, systemy wynagrodzeń w Japonii są często mniej przejrzyste i mniej oparte na informacjach publicznych. Szczegóły dotyczące wynagrodzeń dyrektorów generalnych mogą być trudne do uzyskania dla osób spoza firmy;
- podziały równościowe - w japońskich firmach często istnieje praktyka równości płacowej, co oznacza, że wynagrodzenie dyrektorów generalnych nie jest znacząco wyższe od płac innych pracowników w firmie. To odzwierciedla kulturę równościową i kolektywizm w japońskim społeczeństwie i biznesie.

Te cechy wskazują na to, że system wynagrodzeń dyrektorów generalnych w Japonii różni się od tych, które można znaleźć w innych częściach świata, a jego kształtowanie jest silnie zakorzenione w japońskiej kulturze biznesowej i społecznej (Gilson i Roe, 1993).

W niektórych krajach, takich jak Wielka Brytania i Australia, istnieją **mieszane modele**, które łączą cechy zarówno modelu amerykańskiego, jak i europejskiego. Korporacyjny model

mieszanego systemu wynagrodzeń dyrektorów generalnych łączy elementy różnych systemów wynagrodzeń z różnych regionów świata. Jest to często stosowany podejście w korporacjach globalnych lub w krajach, które nie wykazują wyraźnej dominacji jednego konkretnego modelu. W takim modelu można zaobserwować elementy zarówno modelu amerykańskiego, europejskiego jak i azjatyckiego:

- elementy z modelu amerykańskiego – systemy mogą obejmować wysokie wynagrodzenia bazowe, premie oparte na osiągnięciach, opcje na akcje oraz inne systemy motywacyjne, które skupiają się na krótkoterminowych wynikach finansowych;
- elementy z modelu europejskiego (kontynentalnego) - mogą obejmować większą kontrolę i przejrzystość w procesie ustalania wynagrodzeń, mniejsze różnice w wynagrodzeniach między dyrektorami generalnymi a innymi pracownikami, a także większe uwzględnienie czynników społecznych i środowiskowych;
- elementy z modelu azjatyckiego - mogą obejmować większe znaczenie stabilności i długoterminowej perspektywy w ustalaniu wynagrodzeń, większe zaangażowanie w kulturę organizacyjną i lojalność wobec firmy, a także bardziej zbiorowe podejście do podejmowania decyzji, szczególnie w przypadku dużych konglomeratów.

W modelu mieszanym często stosuje się podejście elastyczne, które dostosowuje się do specyfiki danej firmy, jej kultury organizacyjnej, branży oraz regionalnych i globalnych uwarunkowań. Ostatecznie celem takiego modelu jest zapewnienie odpowiedniego motywowania i nagradzania dyrektorów za osiągnięcia, jednocześnie uwzględniając różnorodność czynników, które wpływają na sukces firmy.

Podsumowując, modele korporacyjne na świecie różnią się w zależności od wielu czynników, takich jak kultura organizacyjna, regulacje prawne i preferencje akcjonariuszy. Każdy z tych modeli ma swoje zalety i wady oraz wpływa na sposób, w jaki dyrektorzy są wynagradzani i motywowani. Wskazane modele w praktyce mogą się przeplatać i nie muszą być przypisane do konkretnych krajów. Globalizacja, zmieniające się regulacje oraz wpływ różnych modeli gospodarczych sprawiają, że wiele krajów dostosowuje i modyfikuje swoje systemy korporacyjne, nie zawsze idealnie wpisując się w określony model. System wynagrodzeń dyrektorów często jest wyjątkowy dla każdej spółki, uwzględniając specyfikę jej branży, strategii biznesowej i kontekstu kulturowego. Dodatkowo, zmiany w regulacjach oraz

Świadomość społeczna na temat kwestii wynagrodzeń korporacyjnych mogą wpływać na ewolucję tych modeli.

Mając na uwadze niejednorodność modeli korporacyjnych na świecie oraz różne podejścia do kształtowania systemów wynagrodzeń dyrektorów generalnych, należy podchodzić z pewną ostrożnością do potencjału uniwersalności wyników badań nad systemami wynagrodzeń w poszczególnych krajach. Należy przy tym podkreślić, że badania przez większość czasu zdominowane były przez kontekst amerykańskiego modelu korporacyjnego i teorii agencji rozwiniętej w latach 70. XX wieku, jako obserwacja problemów tegoż systemu.

3.4. Specyfika nadzoru korporacyjnego i systemów wynagrodzeń menedżerów w Polsce

System nadzoru korporacyjnego definiuje się jako mniej lub bardziej specyficzne dla danego kraju ramy czynników prawnych, instytucjonalnych i kulturowych kształtujących wzorce wpływu, jaki interesariusze (np. menedżerowie, pracownicy, akcjonariusze, wierzyciele, klienci, dostawcy i rząd) wywierają na podejmowanie decyzji przez menedżerów (Weimer i Pape, 1999, s. 152). Dobrze znany związek między nadzorem korporacyjnym a narodowością oznacza, że każdy kraj opracował specyficzny system, nawet w ramach jednego rodzaju modelu nadzoru korporacyjnego (Aguilera i Judge, 2018; Lobrij i in., 2020).

Polski system nadzoru korporacyjnego, nie uwzględniając okresu przedwojennego, zaczął kształtować się dopiero pod koniec lat 80. ubiegłego wieku, wraz z transformacją gospodarczą. Typową cechą spółek w Polsce jest znaczna koncentracja własności, podobnie jak w innych krajach Europy kontynentalnej (Yeoh, 2007). Większość spółek giełdowych w Polsce należy do akcjonariuszy posiadających pakiet kontrolny, więc główny konflikt agencyjny występuje pomiędzy akcjonariuszami większościowymi a mniejszościowymi, a nie pomiędzy zarządem a akcjonariuszami, jak to jest w przypadku rozproszonego akcjonariatu, np. w modelu anglosaskim (Campbell i in., 2009). Wśród wielu problemów związanych z nadzorem korporacyjnym w Polsce, brak odpowiedniej reprezentacji interesów akcjonariuszy mniejszościowych jest uważany za największy (Aluchna i Kamiński, 2017).

Duży wpływ na rozwój nadzoru korporacyjnego w Polsce miała Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), która wznowiła działalność w 1991 roku. GPW jest obecnie największą giełdą w Europie Środkowo-Wschodniej. W 2020 r., większość z 439 spółek

notowanych na głównym rynku GPW miała siedzibę w Polsce (89%). Większość spółek miała w swoim akcjonariacie instytucję finansową (62,5%) (głównie fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe) (Światowiec-Szczepańska i Małys, 2021; Światowiec-Szczepańska i Zdziarski, 2016; Światowiec-Szczepańska i in., 2018). Warto zauważyć, że znaczna liczba spółek jest zarządzana bezpośrednio przez ich właścicieli: są to spółki rodzinne (20,9%) i szersza kategoria spółek, w których członek zarządu jest akcjonariuszem (32,7%). Duża część tych spółek ma również udziałowca większościowego, tj. posiadającego ponad 50% wszystkich udziałów. Takie spółki stanowią około 40% Warszawskiego Indeksu Giełdowego (WIG) (Światowiec-Szczepańska i Zdziarski, 2016). Cechą charakterystyczną polskiego modelu korporacyjnego jest zatem niski stopień rozdzielenia własności i kontroli.

Obecny system nadzoru korporacyjnego w Polsce należy do modelu kontynentalnego, wewnętrznego. Wielu badaczy postrzega go jednak jako hybrydowy, łączący elementy modelu niemieckiego i anglosaskiego (Windolf, 2002; Yeoh, 2007). Zgodnie z modelem niemieckim, zastosowano dwupoziomą strukturę organów (zarząd i rada nadzorcza). Oba organy działają obok siebie i żaden z nich nie może wydawać wiążących poleceń drugiemu. Ich wzajemny wpływ jest jednak dość oczywisty - np. to zwykle rada nadzorcza powołuje i odwołuje zarząd spółki oraz ustala wynagrodzenie jego członków. Ponadto, w systemie dualistycznym umowy spółek wielu podmiotów zobowiązują zarząd do uzyskania zgody rady nadzorczej na dokonanie niektórych czynności prawnych, np. na zawarcie określonych transakcji. Z drugiej strony rada nadzorcza jest ściśle uzależniona od zarządu w zakresie ilości i jakości przekazywanych informacji o spółce (Jeżak, 2014). Taki zapis prawny pogłębia dualistyczny charakter polskiego *corporate governance*, a w konsekwencji może zmniejszać wzajemne zaufanie i utrudniać współpracę pomiędzy zarządem a radą nadzorczą spółki.

Jednym z aspektów istotnie odróżniających polski model nadzoru korporacyjnego od systemu niemieckiego jest jednak brak partycypacji pracowników w zarządzaniu i kontroli w spółce. W Polsce regulacje prawne nie przewidują obowiązkowej zasady współdecydowania ze względu na wielkość spółki. Choć bezpośrednia partycypacja pracowników w zarządzaniu firmą jest możliwa, nie jest to zjawisko powszechne (Szymańska i Włodarczyk, 2012). Kwestia partycypacji pracowniczej w organach kontrolnych i nadzorczych rozwinęła się prawnie jedynie w odniesieniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa. Pod tym względem polski model nadzoru korporacyjnego różni się także od innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej (Czechy, Słowacja, Węgry), gdzie w zależności od wielkości zatrudnienia zagwarantowana jest

partycypacja pracowników w radach nadzorczych zarówno spółek państwowych, jak i prywatnych (Szymańska i Włodarczyk, 2012).

Anglosaskie elementy polskiego modelu ładu korporacyjnego wynikają z kolei z implementacji wprowadzonych w 2002 r. i kilkakrotnie aktualizowanych (ostatnio w 2021 r.) *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW* (GPW, 2021). które opierają się na zasadach ładu korporacyjnego OECD (OECD, 2015). Kodeks odnosi się m.in. do równego traktowania akcjonariuszy z naciskiem na ochronę akcjonariuszy mniejszościowych i przejrzystość korporacyjną (Aluchna, 2009). Kodeks został jednak przyjęty w formie "miękkiego prawa", tj. mającego zastosowanie do spółek publicznych na zasadzie "przestrzegaj lub wyjaśnij", a jak pokazują badania, wiele spółek ma problemy ze stosowaniem niektórych zaleceń (Campbell i in., 2009). Największym problemem wydaje się być realizacja postulatu zapewnienia niezależności niektórych członków rady nadzorczej (tj. członków zewnętrznych niezależnych od akcjonariuszy większościowych). Brak niezależnych członków rady nadzorczej zdecydowanie osłabia i tak już słabą reprezentację akcjonariuszy mniejszościowych w większości spółek notowanych na GPW (Aluchna i in., 2020).

Rezultaty badań dotyczących determinant indywidualnych, jak i sytuacyjnych (np. systemy wynagrodzeń) ryzyka strategicznego przedsiębiorstw i strategicznych decyzji menedżerskich mogą znacząco różnić się ze względu na specyficzne cechy modelu korporacyjnego kraju, w którym przeprowadzono badania. Generalnie zdecydowana większość takich badań, jak i wiodących teorii w tym zakresie dotyczy anglosaskiego modelu korporacyjnego. Potrzeba badań dotyczących nadzoru korporacyjnych w różnych kontekstach geograficznych i instytucjonalnych jest obecnie wyraźnie podkreślana (Aguilera i Jackson, 2003; Aguilera i Judge, 2018; Światowiec-Szczepańska i Stępień, 2022). Modele korporacyjne w krajach anglosaskich mają diametralnie różne cechy niż ich odpowiedniki w Europie kontynentalnej lub krajach azjatyckich (Clarke, 2016; Fligstein i Freeland, 1995). Ze względu na różne struktury własności i charakter firm, systemy wynagrodzeń, a także motywacje menedżerów i ich zachowania mogą znacznie różnić się, a tym samym różnie determinować podejście właścicieli lub menedżerów firmy do zarządzania strategicznym ryzykiem.

Badanie przeprowadzone w tej pracy koncentruje się na menedżerskim ryzyku strategicznym oraz jego indywidualnych i sytuacyjnych determinantach w kontekście polskiego modelu ładu korporacyjnego. Model ten ma stosunkowo krótką historię. Wyłonił się w wyniku reform transformacyjnych w latach 90. XX w. (prywatyzacja, rozwój rynku

finansowego, reformy prawne i wzmocnienie ładu instytucjonalnego) oraz procesu harmonizacji z Unią Europejską (Aluchna, 2009). Jak wskazano wyżej jego główne cechy to (Światowiec-Szczepańska i Stępień, 2022):

- dwupoziomowy zarząd (prawa zarządu i rady nadzorczej są wyraźnie rozdzielone);
- znaczna koncentracja własności (główny konflikt agencyjny występuje między akcjonariuszami większościowymi i mniejszościowymi, a nie między zarządem a akcjonariuszami, Campbell i in., 2009);
- znaczne zaangażowanie instytucji finansowych; oraz
- brak lub słaba rola rynku giełdowego jako organu kontroli korporacyjnej (co przypomina model nadzoru korporacyjnego "insider", zob. Stephen i Backhaus, 2003).

Aspekty te znacznie odróżniają założenia wiodących teorii nadzoru korporacyjnego, w związku z czym stanowią ważną przesłankę dla badań strategicznego ryzyka menedżerskiego uwzględniających krajowy kontekst systemu nadzoru korporacyjnego.

W Polsce system wynagrodzeń dyrektorów generalnych obejmuje kilka głównych elementów, podobnie jak w innych krajach, jednak różnice mogą wynikać z indywidualnych polityk firmowych, branżowych standardów oraz uwarunkowań prawnych. Oto główne elementy systemu wynagrodzeń dyrektorów generalnych w Polsce:

- podstawowe wynagrodzenie - dyrektor otrzymuje stałą pensję miesięczną lub roczną, która stanowi ich podstawowe wynagrodzenie za pełnienie funkcji kierowniczych w firmie;
- premie roczne - w zależności od osiągniętych wyników finansowych oraz realizacji strategicznych celów firmy, dyrektor może otrzymać premię roczną. Premie te są zazwyczaj wypłacane raz w roku i mogą być uzależnione od wskaźników wydajności, zysków firmy, wzrostu przychodów czy osiągnięcia innych ustalonych celów;
- bonusy - dodatkowe bonusy mogą być przyznawane za osiągnięcie określonych międzyczasowych celów lub wyników projektów. Mogą one być wypłacane również w formie akcji spółki lub innych środków;
- opcje na akcje: dyrektor może otrzymać opcje na zakup akcji firmy w przyszłości po określonej cenie. To umożliwia im korzystanie z ewentualnego wzrostu wartości akcji jako formy dodatkowej rekompensaty;

- dodatkowe korzyści: oprócz wynagrodzenia pieniężnego, dyrektor może otrzymywać dodatkowe korzyści, takie jak ubezpieczenie zdrowotne, programy emerytalne, samochód służbowy, opłacane podróże służbowe i inne świadczenia pozapłacowe;
- inne formy wynagrodzenia - w zależności od polityki firmy, dyrektor może być również nagradzany innymi formami wynagrodzenia, takimi jak udziały w zyskach, udziały w spółce lub inne formy motywacyjne.

Podobnie, jak w innych krajach, także w Polsce stosowane są udziałowe komponenty wynagrodzeń. Pojawiły się one już w latach 90. XX w. jako przejaw „amerykanizacji” praktyk w zakresie wynagrodzeń kadry kierowniczej i rosnącego wpływu międzynarodowych, zwłaszcza anglosaskich kancelarii prawnych i firm doradczych w Polsce (Dybiński, 2011, s. 62). Mimo tego, do dzisiaj w polskim systemie prawnym **brak jest przepisów bezpośrednio regulujących tworzenie pracowniczych (w tym menedżerskich) planów opcji na akcje** (*Employee Stock Option Plan* - ESOP). Tworzenie takich programów zazwyczaj wiąże się z adaptowaniem rozwiązań znanych w innych jurysdykcjach, zwłaszcza anglosaskich, do polskich przepisów.

Brak regulacji w tym zakresie, w tym również podatkowych ogranicza popularność programów motywacyjnych obejmujących opcje na akcje w Polsce⁵⁵. Z badania przeprowadzonego przez PwC Polska wynika, że tylko 31% ze 140 największych spółek publicznych w Polsce oferuje programy akcji pracowniczych (PwC, 2017). Jest to wynik znacznie niższy niż w innych krajach, w tym europejskich⁵⁶.

Mimo, że procedura przyznawania opcji na akcje nie jest objęta prawem spółek (Dybiński, 2011), to oczywiście jest ona możliwa w ramach istniejących polskich ram prawnych, i to zarówno w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością, jak i w spółce akcyjnej. W spółce z ograniczoną odpowiedzialnością opcje mogą być wprowadzane w odpowiednich umowach i uchwałach. W spółce akcyjnej opcje są zazwyczaj wprowadzane poprzez wykorzystanie warrantów subskrypcyjnych i warunkowego podwyższenia kapitału. Jest to zdecydowanie najpopularniejsza forma menedżerskich programów motywacyjnych. W ramach tego typu

⁵⁵ Z tego też powodu, ze względu na łatwiejszą i korzystniejszą procedurę, popularne w warunkach polskich są programy związane z nabyciem akcji spółki-matki, która ma siedzibę w innym kraju. Takie benefity oferują np. Google Polska, IBM Polska, Accenture Polska, Microsoft czy Auchan Polska (Zawiślak, 2022).

⁵⁶ Dla porównania, w 2016 r. w Polsce było około 72 tys. akcjonariuszy pracowniczych, czyli 40 razy mniej niż w Polsce, czyli ponad 40 razy mniej niż we Francji, gdzie akcjonariuszami jest prawie 3 mln pracowników. Akcjonariuszy (PwC, 2017).

wynagrodzenia menedżerowie otrzymują prawo do nabycia akcji spółki lub płatność gotówkową (tzw. akcje fantomowe⁵⁷), której wartość jest skalkulowana w odniesieniu do wartości akcji. Cena po jakiej adresaci programów mogą realizować otrzymane prawo, może być równa cenie nominalnej, cenie równej średniej z określonych kursów zamknięcia notowań, czasami dodatkowo pomniejszonej o dyskonto. Dla spółek, które wprowadziły tego typu program przed IPO (*Initial Public Offering*) często cena realizacji jest równa cenie emisyjnej. Ustalane są także warunki takiego programu oraz wyłączane prawo poboru do nowej emisji akcji dla dotychczasowych akcjonariuszy spółki. Warunki, które muszą spełnić menedżerowie objęci programem dzielą się na trzy grupy, obejmują: warunki rynkowe – kryteria związane ze wzrostem wartości akcji; warunki nierynkowe – kryteria związane z osiągnięciem wskazanych wskaźników ekonomicznych (np. zysk netto, EBITDA) oraz warunek lojalnościowy – pozostawanie w statusie „zatrudniony” przez określony czas. Spełnienie warunków musi odbyć się w określonym czasie, zazwyczaj jest to rok kalendarzowy. Po spełnieniu warunków programu, menedżerowie otrzymują prawo do nabycia akcji spółki (zazwyczaj na preferencyjnych warunkach). W polskich warunkach najczęściej stosowane warunki w konstrukcji programów opcyjnych to **warunek lojalnościowy**, uzupełniony o jeden bądź dwa warunki dodatkowe. Spośród warunków pozalojalnościowych, 65% stanowią te, związane z osiągnięciem określonych wskaźników finansowych, jak zysk netto, EBITDA czy EPS.

Analiza wartości wewnętrznej programów wykazuje, że 80% programów jest „w pieniądzu” (*in-the-money*) już w momencie uchwalenia. Pozostałych 20% programów jest „poza pieniądzem” (*out-of-the-money*), a opłacalność ich realizacji uzależniona jest od wzrostu kursu akcji do poziomu przekraczającego zakładaną cenę wykonania. Ewentualnie programów opcji menedżerskich wdrażanych wśród polskich spółek jest zatem ustalanie ceny wykonania na poziomie znacznie niższym niż obserwowany w momencie wdrożenia kurs akcji. Wobec tego poprawa sytuacji finansowej spółki jako konsekwencja programów motywacyjnych i

⁵⁷ Koncepcja akcji fantomowych również wywodzi się z anglosaskiej kultury prawnej, gdzie przepisy wprost przewidują ten rodzaj udziałów w spółce. W polskim prawie nie mamy ani akcji fantomowych, ani akcji wirtualnych, ale możemy mówić o dodatkowym wynagrodzeniu dla pracowników będących uczestnikami programu motywacyjnego, stanowiącym ekwiwalent ekonomiczny odpowiadający wartości rzeczywistych akcji w kapitale zakładowym spółki. Korzystanie z "akcji fantomowych" jest korzystne dla akcjonariuszy lub założycieli, ponieważ uczestnicy programu motywacyjnego nie otrzymują rzeczywistych praw uczestnictwa w spółce, a tym samym nie rozładniają kapitału zakładowego spółki i nie uczestniczą w wykonywaniu praw korporacyjnych (Markowicz, 2022).

wynikający z niej wzrost kursu akcji, nie jest bezpośrednio związana z warunkami programu (Łukowski, 2016, s. 159).

W porównaniu do USA, gdzie programy motywacyjne mają standardową formułę, obecnie w Polsce nie jest możliwe stworzenie uniwersalnego programu motywacyjnego dla każdej spółki. Programy tworzone są w różnych formułach, a wpływ na to ma wiele czynników, które wymagają indywidualnej oceny danej spółki i jej potrzeb, a także uwzględnienia interesów wspólników, założycieli oraz pracowników i współpracowników, tak aby cel programu, czyli motywacja do dalszego rozwoju spółki, został osiągnięty.

Brak powszechności stosowania programów opcji menedżerskich w spółkach notowanych na GPW, nieporównywalność programów w wielu przypadkach ze względu na stosowane indywidualne rozwiązania w poszczególnych spółkach, a także wskazywana tendencja wyznaczania ceny wykonania opcji na poziomie znacznie niższym niż obserwowany w momencie wdrożenia kurs akcji, skłania do stwierdzenia, że opcje na akcje są w większym stopniu wykorzystywane w polskich spółkach jako narzędzie przywiązania kluczowych osób w spółce, aniżeli motywowania ich do podejmowania bardziej odważnych decyzji inwestycyjnych mających na celu wzrost wyników i wartości spółki. Kryterium lojalnościowe wydaje się mieć większe znaczenie aniżeli kryterium efektywnościowe jako wymóg programów. Z tego względu w empirycznej części pracy przedmiotem badań będzie wpływ pieniężnych płatności motywacyjnych na strategiczne ryzyko menedżerskie w Polsce, uwarunkowanych od uzyskania określonych wyników, wypłacanych w formie premii rocznej.

3.5. Integracja czynników dyspozycyjnych i sytuacyjnych decyzji menedżerskich z zastosowaniem psychologicznej teorii ukierunkowań regulacyjnych

Systemy motywacji menedżerskiej uwzględniających teorie nadzoru korporacyjnego stanowią element motywacji sytuacyjnej dla kadry kierowniczej. Jej znaczenie uzasadnia przede wszystkim teoria agencji, a w dalszej kolejności rozwinięty na jej podstawie behawioralny model agencji. W badaniach w tym nurcie nie uwzględniano czynników indywidualnych menedżerów związanych z ich wrodzonymi predyspozycjami psychologicznymi, aczkolwiek uznano indywidualne postrzeganie ryzyka związane ze stanem posiadania majątku i potencjałem jego zmiany. Uznano zatem, że ryzyko nie jest obiektywną rzeczywistością świata,

tylko społecznie skonstruowaną oceną szansy wystąpienia jakiegoś zdarzenia lub wyniku (Bryant i Dunford, 2008).

Mimo rozwoju behawioralnego modelu agencji, nadal wielu badaczy wskazuje na jego poważny deficyt, jaki jest nieuwzględnienie dyspozycyjnych cech menedżera wynikających z jego osobowości. Na podstawie tej krytyki zaważyć można dalszy rozwój teorii agencji. O ile niegdyś teorię agencji rozszerzono o odkrycia teorii perspektywy, o tyle obecnie jej dalsza ewolucja polega na rozszerzeniu przedmiotu badań właśnie o indywidualne cechy psychologiczne decydentów. Obiecującą teorią w tym aspekcie wydaje się być teoria ukierunkowani regulacyjnych, która można znacznie wzbogacić dotychczasowe odkrycia. Aby zrozumieć, jak motywacja wpływa na preferencje ryzyka decydentów, należy badać oddziaływanie na siebie trzech czynników (Zou i in., 2020) – obecnego stanu wartości (np. Kahneman i Tversky, 1979), zestawu wyborów (np. Reyna i Brainerd, 1991) oraz celów decydenta (np. Zuckerman, 1979). Sposób, w jaki te trzy czynniki współdziałają w przewidywaniu preferencji ryzyka jest szczególnie dobrze zilustrowany właśnie w najnowszych badaniach empirycznych samoregulacyjnej teorii ukierunkowań regulacyjnych (Zou i in., 2020).

Jak wskazano w rozdziale drugim, ukierunkowania regulacyjne działają niezależnie na trzech poziomach abstrakcji motywacyjnej: systemowej, strategicznej i taktycznej (Scholer i Higgins, 2008). Niezależnie od preferencji, jednostki samoregulują swoje zachowania na poziomie taktycznym, dostosowując je do czynników sytuacyjnych. W zależności od postrzeganej sytuacji – bycia w domenie strat lub zysku, mogą one przyjąć taktykę odmienną od typowej dla nich w pozycji status quo (zob. tabela 14). Osoby ukierunkowane na prewencję mogą w określonych sytuacjach związanych z umiejscowieniem w domenie strat i dążeniem do przywrócenia statusu quo, przyjąć taktyki promocyjne, mimo że ich naturalną tendencją są strategie czujne i taktyki zachowawcze. W podobnej sytuacji, jednostki ukierunkowane na promocję nie doświadczają tego zjawiska, ponieważ punkt status quo nie jest dla nich istotny (P.D. Johnson i in., 2015; Zou i in., 2020). I analogicznie, dla jednostek ukierunkowanych na promocję domena zysk (postępu) jest pożądanym celem na poziomie systemowym i strategicznym, ale już na poziomie taktycznym, po uznaniu osiągnięcia postępu, mogą one podejmować decyzje tak, jakby były ukierunkowane na prewencję i przyjmować taktyki zachowawcze. Wskazuje to na potencjalny wpływ oddziaływania warunków sytuacyjnych na zachowania decydentów

Choć ukierunkowania regulacyjne są relatywnie stabilnymi i trwałymi usposobieniami, ukształtowanymi w procesie socjalizacji na wczesnym etapie życia człowieka (np. Lockwood i in., 2002), mogą być zatem również kształtowane, jak wskazują niektóre badania, przez zmienne sytuacyjne (np. Brockner i Higgins, 2001). Jeśli między usposobieniem jednostki i zmiennymi sytuacyjnymi dojdzie do dopasowania, efekty jej ukierunkowania na promocję lub na prewencję zostaną zmaksymalizowane. W warunkach organizacyjnych, taką istotną zmienną sytuacyjną jest korporacyjny system motywacyjny, w tym szeroko rozumiane wynagrodzenie (np. Lewellyn, 2018), pełniące rolę czynnika moderującego związek między dyspozycyjną zmienną niezależną w postaci ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych a zmienną zależną oznaczającą przedsięwzięcia ryzykowne, podejmowane przez przedsiębiorstwo (Gamache i in., 2015). Istnieje jednak ryzyko przyjęcia nieefektywnego planu wynagrodzeń (Pepper i Gore, 2015) z powodu nieuwzględnienia indywidualnych różnic między dyrektorami generalnymi (Wowak i Hambrick, 2010), polegającego na niedopasowaniu sytuacyjnego bodźca motywacyjnego do dyspozycyjnego systemu regulacyjnego dyrektora (Holler i in., 2008).

Analiza literatury pozwoliła na wyłonienie 10 publikacji zawierających obydwa typy determinant – ukierunkowania regulacyjne i motywacja finansowa⁵⁸. Wykaz tych publikacji zawarto w tabeli 19.

Tabela 19. Wybrane badania empiryczne wpływu ukierunkowań regulacyjnych i wynagrodzenia na wyniki firmy

Lp.	Badanie	Próba badawcza	Ukierunkowania regulacyjne	Rodzaj motywacji finansowej	Ryzyko strategiczne/Wyniki firmy
1.	Y.-R. Chen, Chung, Lin i Low (2023)	29.000 obserwacji firma-rok (ponad 2800 firm)	Promocja, prewencja, przewaga promocji – analiza treści listów do akcjonariuszy i transkrypcji połączeń konferencyjnych	Opcje na akcje dyrektora generalnego	Ryzyko firmy – odchylenie standardowe dziennych zwrotów z akcji w ciągu roku podatkowego, wyrażone w pp.
2.	Murthy, Gul i Yao (2023)	Ponad 1.500 spółek publicznych	Promocja, prewencja – analiza	Prognozy zysków zarządu (<i>Management Earnings Forecast</i> –	Zmienność stóp zwrotu z akcji

⁵⁸ Słowa kluczowe: ("regulatory foc*" OR "regulatory fit") AND ("earning*" OR "person-pay" OR "CEO compensat*" OR "compensation arrang*" OR remunerat* OR salar* OR "stock option*" OR "restricted option*"). Analizę przeprowadzono 2 lutego 2024 r. w bazie Scopus.

Lp.	Badanie	Próba badawcza	Ukierunkowania regulacyjne	Rodzaj motywacji finansowej	Ryzyko strategiczne/Wyniki firmy
			treści listów do akcjonariuszy	MEF) – wpływ na wartość posiadanych akcji	
3.	T.S. Chung i Low (2022)	10.578 obserwacji firma-rok (1.000 firm)	Promocja, prewencja, przewaga promocji – analiza treści listów do akcjonariuszy	Opcje na akcje i akcje zastrzeżone dyrektora generalnego	Wyniki firmy – Total Q (stosunek wartości rynkowej kapitału firmy do jego kosztu odtworzenia)
4.	Hsu i Wu (2022)	6.464 obserwacji firma-rok	Promocja, prewencja – analiza treści listów do akcjonariuszy	Konserwatyzm księgowy – może ograniczyć prawdopodobieństwo, że menedżerowie będą dążyć do maksymalizacji raportowanych zysków w celu zawyżenia ich wynagrodzenia lub wprowadzenia inwestorów w błąd.	Konserwatyzm księgowy – asymetryczna terminowość zysków (stosowanie bardziej rygorystycznych standardów przy rejestrowaniu złych wiadomości jako strat niż przy rejestrowaniu dobrych wiadomości jako zysków)
5.	Scoresby, Withers i Ireland (2021)	4.604 obserwacji firma-rok (688 firm)	Promocja, prewencja – analiza treści listów do akcjonariuszy	Wynagrodzenie stałe i zmienne dyrektora generalnego	Wzrost nakładów na badania i rozwój – różnica rok do roku w wydatkach na badania i rozwój
6.	Kashmiri, Gala i Nicol (2019)	395 spółek publicznych	Przewaga promocji – analiza treści listów do akcjonariuszy	Stosunek opcji na akcje do wynagrodzenia stałego dyrektora generalnego	Intensywność prac badawczo-rozwojowych – wydatki firm na badania i rozwój jako procent ich całkowitych aktywów. Intensywność reklamy – wydatki firm na reklamę jako % ich łącznych aktywów
7.	Lewellyn (2018)	1.040 spółek publicznych	Sytuacyjne ukierunkowanie na promocję – odzwierciedlone w zmiennych dot. wynagrodzeń	Opcje na akcje w pieniądzu (<i>in-the-money</i>) i wynagrodzenie emerytalne dyrektora generalnego	Transgraniczne fuzje i przejęcia
8.	Gamache, McNamara, Mannor i Johnson (2015)	3.250 obserwacji firma-rok (533 firm)	Promocja, prewencja – analiza treści listów do akcjonariuszy	Opcje na akcje dyrektora generalnego	Fuzje i przejęcia

Lp.	Badanie	Próba badawcza	Ukierunkowania regulacyjne	Rodzaj motywacji finansowej	Ryzyko strategiczne/Wyniki firmy
9.	Heinz, Patel i Hellmann (2013)	artykuł koncepcyjny	Promocja, prewencja	Możliwy wzrost wynagrodzenia zasadniczego lub bonusów księgowego w wyniku dopuszczenia się zarządzania zyskiem	Zysk netto w sprawozdaniu finansowym
10.	Wowak i Hambrick (2010)	artykuł koncepcyjny	Promocja, prewencja	Ustalenia dot. wynagrodzeń – rodzaje, kwoty, skład komponentów	Wzrost, rentowność, cena akcji, legitymizacja

Źródło: opracowanie własne.

Choć pierwsze propozycje połączenia zmiennej sytuacyjnej wynagrodzenia ze zmienną indywidualną ukierunkowań regulacyjnych pojawiały się w artykułach koncepcyjnych Wowak i Hambrick (2010) oraz Heinz, Patel i Hellmann (2013), dopiero badania Gamache i in. (2015) zapoczątkowała cały nurt. Miało to związek z nowatorskim zastosowaniem nieinwazyjnej metody pomiaru ukierunkowań generalnych dyrektorów generalnych za pomocą analizy treści listów do akcjonariuszy, z powodzeniem powielanej w kolejnych badaniach. Podejście to jest zgodne z postulatem teorii wyższych szczebli dotyczącym konieczności stosowania przybliżonych miar (*proxies*) procesów psychologicznych członków zarządu, wpływających na podejmowanie decyzji strategicznych (Hambrick, 2007).

Większość badań ujmowało ukierunkowanie na promocję i na prewencję jako dwie osobne zmienne indywidualne, wpływające niezależnie na zmienne organizacyjne – liczbę słów ukierunkowanych na promocję i liczbę słów ukierunkowanych na prewencję, dzielone przez całkowitą liczbę słów z listu do akcjonariuszy (np. Murthy i in., 2023; Hsu i Wu, 2022). Ponadto, publikacja Kashmiri i in. (2019) wprowadziła miarę ciągłą, ujmowaną jako różnicę między tymi wielkościami. Wartość dodatnia wskazuje na przewagę ukierunkowania na promocję, a ujemna na prewencję, co – zgodnie z Camacho i in. (2003) – w odniesieniu do sytuacji związanych z kompromisem między osiąganiem zysków a unikaniem strat - miałoby być lepszym narzędziem przewidywania decyzji menedżerskich. Zmienna ta była wykorzystana w publikacjach Y.-R. Chen i in. (2023) oraz T.S. Chung i Low (2022), gdzie dyrektorzy generalni znajdujący się w najwyższym kwintylu byli uważani za skrajnie ukierunkowanych na promocję, a znajdujący się w najniższym – za skrajnie ukierunkowanych na prewencję. Ponieważ listy do akcjonariuszy generalnie zawierają więcej słów promocyjnych niż prewencyjnych, dokonali oni standaryzacji proporcji zdań ze słowami promocyjnymi i proporcji zdań ze słowami

prewencyjnymi, aby miały średnią równą zero i odchylenie standardowe równe jeden. Dopiero tak wystandaryzowane wartości odjęli od siebie, a wynik opóźnili o jeden okres w stosunku do zmiennej zależnej.

Spośród zmiennych sytuacyjnych związanych z motywacją korporacyjną najczęściej badano wpływ wynagrodzenia opartego na komponentach udziałowych (akcje, opcje na akcje, akcje zastrzeżone) na relację między ukierunkowaniami regulacyjnymi i wynikami firmy (np. Scoresby i in., 2021). Ukierunkowanie na prewencję dyrektora generalnego wywiera pozytywny wpływ na konserwatyzm księgowy, który z kolei może ograniczyć prawdopodobieństwo dążenia do maksymalizacji raportowanych zysków w celu zawyżenia swojego wynagrodzenia lub wprowadzenia inwestorów w błąd (Hsu i Wu, 2022). Wykazano mediujący wpływ zmienności zwrotu z akcji na związek między ukierunkowaniami regulacyjnymi dyrektorów generalnych a prognozami zysków zarządu. Ukierunkowanie na promocję dyrektorów generalnych wpływa na wyższe prawdopodobieństwo, częstotliwość i dokładność prognoz zysków zarządu poprzez niższą zmienność zwrotów z akcji ze względu na ich motywację do osiągnięcia sukcesu. Ukierunkowanie na prewencję wpływa natomiast na niższe prawdopodobieństwo, częstotliwość i dokładność prognoz zysków zarządu poprzez wyższą zmienność akcji ze względu na ich skłonność do powodowania większego zagrożenia ekonomicznego dla organizacji i prawdopodobieństwa wybierania ryzykownych opcji w obliczu strat (celem powrotu do status quo) (Murthy i in., 2023).

Wykazano, że opcje na akcje i akcje zastrzeżone mogą łagodzić skłonność dyrektora generalnego do podejmowania krótkowzrocznych decyzji marketingowych w przypadku ukierunkowania na promocję, ale nie w przypadku ukierunkowania na prewencję (T.S. Chung i Low, 2022). Opcje na akcje oraz bonusy (premię) wpływają pozytywnie na związek między ukierunkowaniem na prewencję a wzrostem nakładów na badania i rozwój (w przypadku wynagrodzenia stałego wpływ był negatywny), a same bonusy wpływają negatywnie na ten związek w przypadku ukierunkowania na promocję (Scoresby i in., 2021). Niski poziom udziału opcji na akcje w całkowitym wynagrodzeniu wzmacnia wpływ dominującego ukierunkowania na promocję dyrektora generalnego na wzrost intensywności reklamy oraz wydatków na działalność badawczo-rozwojową przy jednoczesnym wzroście skłonności do angażowania firmy w kontrowersje marketingowe (przypadki, gdy ta musi płacić grzywny związane z praktykami reklamowymi lub oszustwami konsumenckimi) (Kashmiri i in., 2019). Opcje na akcje mogą zmniejszać awersję do podejmowania ryzykownych decyzji odnośnie przejęć w

przypadku dyrektorów generalnych z wysokim poziomem ukierunkowania na prewencję i jednocześnie nie wzmacniać apetytu na podejmowanie ryzykownych decyzji w tym zakresie w przypadku dyrektorów generalnych o wysokim poziomie ukierunkowania na promocję (Gamache i in., 2015). Pozytywny wpływ opcji na akcje na relację między ukierunkowaniami regulacyjnymi dyrektorów generalnych a dokonywaniem fuzji i przejęć wykazała również Lewellyn (2018) w przypadku opcji na akcje „w pieniądzu” (*in-the money*).

Nieco odmiennie podejście w swoich badaniach zastosowali Y.-R. Chen i in. (2023), badając bezpośredni wpływ wynagrodzenia udziałowego na zmienną ryzyko firmy, mierzonej jako odchylenie standardowe dziennych zwrotów z akcji w ciągu roku podatkowego. Wyniki wskazały, że ten typ motywacji finansowej miał generalnie pozytywny, bezpośredni wpływ na ryzyko, zaś zmienna moderująca ukierunkowanie regulacyjne (mierzone jako przewaga danego ukierunkowania) najsilniejszy wpływ wykazywała na związek bezpośredni w przypadku umiarkowanych wartości ukierunkowani regulacyjnych. Wpływ dyrektorów generalnych z wyraźnie dominującym ukierunkowaniem na promocję lub prewencję na związek między wynagrodzeniem udziałowym a ryzykiem firmy nie był istotny.

Przeprowadzona analiza i wyniki badań wskazują na rosnące zainteresowanie i zastosowanie psychologicznej teorii ukierunkowań regulacyjnych w badaniach nad podejmowaniem ryzyka strategicznego oraz wpływem finansowych typów motywacji na zachowania i decyzje menedżerów najwyższego szczebla. Teoria ta jest stosunkowo nowym podejściem w tego typu badaniach, zaś zaproponowane w jej ramach sposoby pomiaru cech dyspozycyjnych dyrektorów generalnych mogą być adaptowane na potrzeby badań w różnych krajach. Liczba badań empirycznych w analizowanym w pracy kontekście wskazuje jednak na stosunkowo wczesny etap rozwoju tego nurtu badawczego.

Z uwagi na narodowy charakter modeli korporacyjnych a także różnic kulturowych istotne jest rozszerzenie badań poza kraje stosujące anglosaskie modele korporacyjne. Wyniki wyszukiwania w bazie *Web of Science* wskazały jedynie 4 artykuły, w których badano ukierunkowania regulacyjne w kontekście Polski, przy czym problem ryzyka pojawił się jedynie w jednym z nich, w pozamenedżerskim kontekście podejmowania decyzji finansowych (Sekścińska, Maison i Trzcńska, 2016). Pozostałe 3 artykuły nie miały żadnego związku z podejmowaniem ryzyka (Tudoran i in., 2012; Roczniwska i Higgins, 2018; Roczniwska i Higgins, 2019). Ponadto, uzupełniające wyszukiwanie w bazie Scopus wykazało dodatkowe 3 artykuły, również niepowiązane z tematem rozprawy (Roczniwska i Retowski, 2014;

Roczniewska i Kolańczyk, 2014; Kolańczyk i Roczniewska, 2015). Zauważona luka jest istotnym czynnikiem uzasadniającym potrzebę badań określonych w temacie tej rozprawy.

3.6. Podsumowanie

Przedmiotem rozważań w rozdziale trzecim jest polityka motywacji menedżerskiej z uwzględnieniem różnych modeli nadzoru korporacyjnego. System motywacyjny jest najczęściej wskazywaną determinantą sytuacyjną wpływającą na strategiczne ryzyko menedżerskie. W rozdziale scharakteryzowano najważniejsze teorie nadzoru korporacyjnego uwzględniające problem motywacji menedżerów najwyższego szczebla. Wskazano także na istnienie różnych modeli korporacyjnych na świecie, wpływających na politykę kontraktowania i systemy wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla zarządzania. Ponadto zaznaczono specyfikę nadzoru korporacyjnego i systemu wynagrodzeń menedżerów w Polsce. Ostatnia część rozdziału stanowi formę podsumowania rozważań rozdziału drugiego i trzeciego, polegającego na integracji czynników dyspozycyjnych i sytuacyjnych decyzji menedżerskich z zastosowaniem psychologicznej teorii ukierunkowań regulacyjnych i behawioralnego modelu agencji.

W pracy przyjęto węższy zakres pojęcia nadzoru korporacyjnego rozumianego jako nadzór właścicielski sprawowany przez akcjonariuszy lub wspólników nad zarządzanym przedsiębiorstwem w celu ochrony ich interesów i dodatkowo maksymalizacji wartości rynkowej akcji w przypadku spółki akcyjnej. Taka definicja uwzględnia problem potencjalnej rozbieżności oczekiwań pomiędzy stronami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa, powstałych w procesie rozdziału własności od zarządzania. W tym kontekście za przydatne uznano teorie agencji i kontraktowania, teorię stewarda oraz behawioralny model agencji. Wyjaśniono założenia teorii agencji oraz istotę problemu agencyjnego, polegającego na rozbieżności interesu własnego dyrektora generalnego i właścicieli przedsiębiorstwa. Zgodnie z teorią agencji dyrektorzy generalni mają tendencję do minimalizowania ryzyka spadku wyników przedsiębiorstwa, gdyż obniża to ryzyko spadku ich wynagrodzeń i ewentualnej wymiany na stanowisku menedżerskim. Jednocześnie niechętnie podejmują oni decyzje strategiczne, mające na celu wzrost powierzonego im majątku przez właścicieli ze względu na wyższe ryzyko osobiste. Teoria agencji przyjmuje założenie o osobistym interesie finansowym menedżera jako centralnym motywem działania ludzi. Z takim

założeniem behawioralnym nie zgadza się alternatywna teoria wykorzystywana w nadzorze korporacyjnym, tj. teoria stewarda. Kładzie ona nacisk na zbieżność celów między agentem a zleceniodawcą i przyjmuje założenie o rozwoju długoterminowej relacji między zleceniodawcą a stewardem w oparciu o zaufanie, reputację, wspólne cele i zaangażowanie, gdzie wynikiem relacji jest wzajemne dostosowanie. Założenie teorii dotyczące zachowania menedżerów, polegające na działaniu w najlepszym interesie właścicieli, można jednak uznać za zbyt optymistyczne i obniżające uniwersalność teorii. Zbyt uproszczone założenia dotyczące motywacji menedżerskiej są także przedmiotem krytyki teorii agencji. Na bazie tej krytyki rozwinął się behawioralny model agencji, znacznie bardziej dokładnie analizujący problem ponoszonego, postrzeganego i podejmowanego ryzyka przez menedżerów.

Problem agencji może kształtować się z różnym nasileniem w poszczególnych krajach w zależności od wiodącego w nich modelu korporacyjnego. W modelu anglosaskim, gdzie istnieje większe rozproszenie akcji i silniejsza rola rynku kapitałowego, agencja może być bardziej znaczącym problemem niż w modelu niemieckim (kontynentalnym) czy japońskim (azjatyckim), gdzie większy nacisk kładzie się na długoterminową stabilność firmy i relacji wewnętrznych. Odmienna struktura własności, rola giełdy i nadzór wpływają tym samym na strukturę i poziom wynagrodzeń menedżerów na najwyższym szczeblu zarządzania. Większe znaczenie zysków krótkoterminowych wpływających na bieżącą cenę akcji i dywidenda dla akcjonariuszy wymagają systemów motywacyjnych dla kadry kierowniczej wyrównujących interes obu stron i zachęcających menedżerów do podejmowania większego ryzyka w celu zapewnienia wyższego zwrotu inwestycji dla właścicieli akcji. W takiej sytuacji, typowej dla modelu anglosaskiego (amerykańskiego), za najbardziej skuteczne instrumenty motywacyjne dla menedżerów uważa się udziałowe komponenty, w tym przede wszystkim opcje na akcje. Przewyższają one skutecznością bezpośrednie przyznawanie akcji z uwagi na zapewnioną cenę wykonania opcji, dzięki czemu opcje działają na zasadzie nagrody za większe ryzyko w podejmowaniu decyzji strategicznych w imieniu firmy bez karania menedżera w przypadku niepowodzenia inwestycji i spadku cen akcji.

Skuteczność opcji na akcje kwestionuje jednak ostatnimi laty nurt badań wywodzący się z behawioralnego modelu agencji, zgodnie z którym efekt posiadania, znany z teorii perspektywy, może znacznie zwiększać ponoszone ryzyko menedżerów dotyczące utraty lub redukcji obecnego i przyszłego majątku. W takiej sytuacji opcje mogą działać odwrotnie do oczekiwanego wyniku – mogą wpływać na bardziej zachowawcze decyzje strategiczne, celem

ochrony obecnego poziomu zysków firmy. Problem ten wnikliwie jest badany przez wielu autorów. O tym czy opcje na akcje zadziałają motywacyjnie na dyrektorów będzie decydować prawdopodobnie struktura wartości opcji przyznanych i wykonanych oraz będących „w pieniądzu” i „poza pieniądzem”.

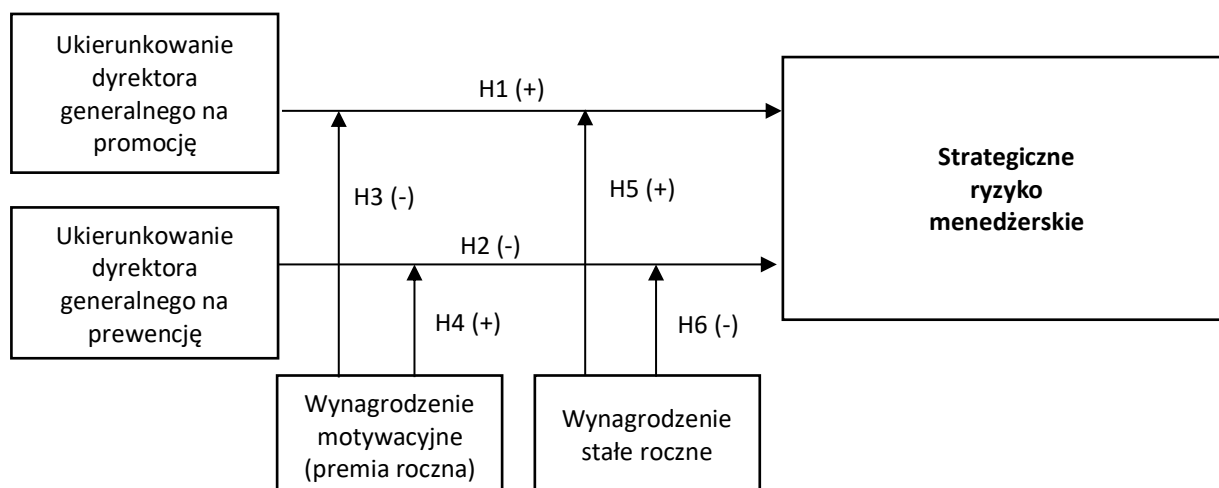
Ten licznie reprezentowany nurt badań dotyczący skuteczności opcji na akcje jako mechanizmu motywacyjnego dla dyrektorów ma zastosowanie przede wszystkim w modelu anglosaskim. W przypadku modelu korporacyjnego w Polsce, udziałowe komponenty wynagrodzeń dla menedżerów mają przede wszystkim cel przywiązania kluczowych osób w firmie. Świadczy o tym zwyczajowe ustalanie ceny wykonania opcji na poziomie znacznie niższym niż obserwowany w momencie wdrożenia kurs akcji oraz wymóg lojalnościowy jako główne kryterium przyznawania opcji. Dodatkowo brak odpowiednich przepisów w polskim prawie stanowi istotną barierę dla upowszechnienia udziałowych planów motywacyjnych w polskich spółkach. Z tego względu należy uznać, że opcje na akcje w systemach wynagrodzeń dyrektorów generalnych nie pełnią tej samej roli jaką potencjalnie pełnią w systemach anglosaskich. Można natomiast oczekiwać, że rolę motywacyjną pełni komponent pieniężny wynagrodzenia uzależniony od osiągnięcia wzrostu wyników firmy. Takim komponentem w warunkach polskiego modelu korporacyjnego są premie roczne.

Z uwagi na fakt, że behawioralny model agencji nie uwzględnia osobowości menedżera, istotne jest powiązanie jej z teorią, która taki wgląd zapewnia. W świetle analizy literatury, za najbardziej obiecującą i użyteczną można uznać teorię ukierunkowań regulacyjnych. W ostatniej części rozdziału dokonano przeglądu badań uwzględniających zarówno motywację sytuacyjną (system wynagrodzeń dyrektorów), jak i motywację dyspozycyjną (ukierunkowanie regulacyjne). Większość badań koncentruje się na odkryciu znaczenia opcji na akcje w systemach motywacji ukierunkowanych na wzrost ryzyka strategicznego lub wyników firmy w warunkach anglosaskiego modelu korporacyjnego. Istnieje zatem znacząca luka badawcza dotycząca wpływu motywacji sytuacyjnej (wynagrodzeń pieniężnych) i motywacji dyspozycyjnej (ukierunkowania regulacyjne) na strategiczne ryzyko menedżerskie w warunkach polskiego modelu korporacyjnego.

4. Model empiryczny dyspozycyjnych i sytuacyjnych determinant ryzyka menedżerskiego w spółkach publicznych

4.1. Model koncepcyjny strategicznego ryzyka menedżerskiego

Dotychczasowe rozważania w pracy wpłynęły na przyjęcie ostatecznej postaci koncepcyjnego modelu strategicznego ryzyka menedżerskiego, obejmujące reprezentację determinant indywidualnych i sytuacyjnych. Model zbudowano na podstawie analizy dorobku teorii nadzoru korporacyjnego oraz psychologicznych teorii podejmowania decyzji w warunkach niepewności. Mimo multidyscyplinarnego charakteru modelu jego osadzenie dotyczy przede wszystkim problematyki zarządzania strategicznego. Graficzną postać modelu przedstawiono na rysunku 11.



Rysunek 11. Koncepcyjny model strategicznego ryzyka menedżerskiego

Źródło: opracowanie własne

Koncepcja modelu w znacznym zakresie uwzględnia behawioralne modele agencji (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998; Martin i in., 2013). Wartość dodaną modelu stanowi jego rozbudowanie o wpływ zmiennych z psychologicznej teorii ukierunkowań regulacyjnych Higginsa (1997). Integrując teorię ukierunkowań regulacyjnych z behawioralnym modelem agencji można stwierdzić, że polityka motywacyjna w stosunku do menedżerów najwyższego szczebla pełni rolę czynnika moderującego związek między zmienną niezależną, w postaci ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych, a zmienną zależną, oznaczającą

przedsięwzięcia ryzykowne, podejmowane przez dyrektora w imieniu przedsiębiorstwa (Gamache i in., 2015).

Preferencje dyrektorów generalnych, dotyczące ryzyka, są reprezentowane przez ich zachowania związane z wyborami strategicznymi dokonywanymi w imieniu firmy i mającymi wpływ na wyniki firmy, a w konsekwencji również na ponoszone przez nich ryzyko dotyczące własnego zatrudnienia i majątku. Ponoszone przez decydentów osobiste ryzyko zwiększa awersję do podejmowania ryzyka w imieniu organizacji. Takie zjawisko oznacza problem przeinwestowania agenta (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Zgodnie z teorią ukierunkowań regulacyjnych, przyznanie przez organy nadzoru korporacyjnego dyrektorom generalnym danego komponentu wynagrodzenia, ze względu na stabilność dominującego ukierunkowania menedżera, powinno wpływać pośrednio, a nie bezpośrednio na ryzyko menedżerskie, jak zakłada to teoria agencji.

Osoby ukierunkowane na promocji, skoncentrowane na awansie, dążą do rozwoju i osiągnięć (Higgins, 1998) oraz realizują działania, które prowadzą do pożądaných lub idealnych celów końcowych. Zazwyczaj osoby te są bardziej kreatywne i mają tendencję do rozważania większej liczby alternatyw przy podejmowaniu decyzji (Crowe i Higgins, 1997; Friedman i Förster, 2001; Liberman i in., 1999; McMullen i Kier, 2016). Osoby z silnym ukierunkowaniem na promocję mogą również podejmować wiele działań, z których niektóre mogą później okazać się błędne (Higgins, 1997). Realizują więcej opcji - czasami bez przeprowadzania odpowiedniej analizy - zamiast decydować się ich nie realizować. W rezultacie osoby ukierunkowane na promocję są bardziej podatne na popełnianie błędów (typu I), ponieważ starają się nie przegapić możliwych okazji (Higgins, 1997), potencjalnie prowadząc do niewłaściwej alokacji zasobów. Osoby o wysokim ukierunkowaniu na promocje są również bardziej zorientowane na potencjał osiągnięcia zysków (Gamache i in., 2015), są bardziej skłonne do podejmowania ambitnych decyzji (Hmieleski i Baron, 2008; Liu, 2011), co sugeruje, że mogą być skłonne do inwestowania zasobów w inicjatywy o niepewnych wynikach. Wskazuje to na zasadność pierwszej hipotezy:

H1: Ukierunkowanie na promocję dyrektora generalnego wpływa pozytywnie na strategiczne ryzyko menedżerskie.

Ukierunkowanie na prewencję oznacza dążenie do unikania negatywnych skutków (Higgins, 1998). Jest również zakorzenione w sposobie, w jaki jednostka reguluje zachowania związane z obowiązkami i odpowiedzialnością (Higgins, 1987). Osoby ukierunkowane na prewencję starają się unikać niedopasowania do pożądaných celów końcowych. W rezultacie działają, aby uniknąć potencjalnych zagrożeń lub niebezpieczeństw, które mogłyby uniemożliwić im osiągnięcie ich celów (Higgins i in., 1994). Kierując się poczuciem obowiązku (Brockner i Higgins, 2001; Higgins, 1987, 1998), osoby takie zachowują należytą staranność (Higgins i Silberman, 1998; Liberman i in., 1999). Zazwyczaj są mniej otwarte na zmiany (Liberman i in., 1999), a także mają tendencję do większej powtarzalności i poszukiwania mniejszej liczby alternatyw podczas rozwiązywania problemów (Higgins i in., 1994). Ukierunkowanie na prewencję wiąże się z tendencją do utrzymywania status quo (Chernev, 2004; Jain i in., 2006; Yaniv i Schul, 2000) i generalnie niechęci do ryzyka (Pennington i Roese, 2003) oraz ostrożnego planowania i czujności (McMullen i Kier, 2016).

Podczas gdy ukierunkowanie na promocję jest korzystne dla poszukiwania możliwości, ostrożność związana z ukierunkowaniem na prewencję pomaga w ocenie i selekcji możliwości (Liberman i in., 1999). Ta ostrożność i związana z nią awersja do ryzyka może wpływać na sposób, w jaki dyrektorzy generalni ukierunkowani na prewencję postrzegają decyzje ryzykowne oraz ich potencjał przyczynienia się do zysku lub straty dla firmy. Badania pokazują, że ukierunkowanie na prewencję ma negatywny związek z działaniami eksploracyjnymi, ale nie ma wpływu na działania eksploatacyjne (Kammerlander i in., 2015). Jednak w przeciwieństwie do dyrektorów silnie skoncentrowanych na promocji, ci, którzy wykazują silne ukierunkowanie na prewencję, mają tendencję do poszukiwania mniejszej liczby opcji (Crowe i Higgins, 1997). Badania pokazują również, że koncentracja na prewencji wiąże się z unikaniem strat i ochroną ograniczonych zasobów (Fitzsimmons i Douglas, 2011), co można osiągnąć poprzez redukcję wydatków na ryzykowne przedsięwzięcia. Wysokie ukierunkowanie dyrektora generalnego na prewencję może prowadzić do ochrony zasobów, a w konsekwencji do unikania wzrostu wydatków na ryzykowne strategiczne wybory w celu ochrony zasobów firmy. W rezultacie ukierunkowanie dyrektora generalnego na prewencję może być negatywnie powiązane z podejmowanym przez niego ryzykiem strategicznym, jak określono w drugiej hipotezie.

H2: Ukierunkowanie na prewencję dyrektora generalnego wpływa negatywnie na strategiczne ryzyko menedżerskie.

Ukierunkowanie regulacyjne może wpływać na strategiczne ryzyko menedżerskie, jednak stosowane narzędzia motywacyjne mogą zmieniać te relacje. Biorąc pod uwagę różnice w zakresie promocji i prewencji, różne formy wynagrodzenia mogą wpływać na to, w jaki sposób ukierunkowanie regulacyjne prowadzi do wzrostu podejmowanego ryzyka. Wiadomo, że zmienność wynagrodzenia wpływa na zachowania związane z podejmowaniem ryzyka (Larraz-Kintana i in., 2007), więc dyrektorzy o różnych skłonnościach do ryzyka mogą różnie reagować na wynagrodzenie motywacyjne. Skuteczność struktury wynagrodzeń może być powiązana z indywidualnym motywacją dyrektorów (Wowak i Hambrick, 2010). Zmienność wynagrodzeń może być postrzegana w różny sposób w zależności od ich ukierunkowania regulacyjnego. W istocie, rodzaj wynagrodzenia może mieć większe znaczenie niż jego wysokość, wpływając na to, jak zachowują się dyrektorzy generalni o różnym ukierunkowaniu regulacyjnym (Jensen i Murphy, 1990).

Wynagrodzenie motywacyjne dyrektora generalnego może moderować związek między ukierunkowaniem regulacyjnym dyrektora generalnego a strategicznymi wyborami w firmie. Wynagrodzenie motywacyjne ma na celu wpływanie na zachowanie dyrektora. Jest ono związane z korzystnymi zachowaniami, takimi jak dzielenie się wiedzą wewnątrz firmy (Fey i Furu, 2008), lepszym zarządzaniem ryzykiem (Vallascas i Hagendorff, 2013) oraz zaangażowaniem firmy w badania naukowe (Makri i in., 2006). W rzeczywistości premia dyrektora, forma wynagrodzenia motywacyjnego, jest szczególnie pomocna w wyjaśnianiu zachowań i wyników ukierunkowanych na innowacje (Makri i in., 2006) i od dawna jest postrzegana jako narzędzie wykorzystywane przez rady nadzorcze do wpływania na zachowanie dyrektora (Finkelstein i Hambrick, 1989; Zajac i Westphal, 1994).

Wynagrodzenie motywacyjne może stawiać dyrektorów w sytuacji zarówno potencjalnych zysków, jak i potencjalnych strat. Jak sugerują Sanders i Hambrick (2007), opcje na akcje mogą zachęcać dyrektorów do „pójścia na całość” w celu zmaksymalizowania potencjalnych zysków, ale dyrektorzy mogą też działać w celu ochrony wartości tych zachęt, zmieniając ich skuteczność. Ponadto, dyrektorzy poszukujący natychmiastowych korzyści mogą podejmować krótkowzroczne decyzje z powodów osobistych, ograniczając inwestycje w długoterminowe strategie jako drogę do zwiększenia krótkoterminowej wartości motywacyjnej kosztem długoterminowej rentowności firmy (Bushee, 1998; Jacobs, 1991; Porter, 1992). Może to być szczególnie prawdziwe w przypadku dyrektorów nastawionych na prewencję, którzy podejmują działania w celu osiągnięcia korzyści i maksymalizacji bogactwa

(Higgins, 1997), zarówno dla firmy, jak i dla siebie. Niższe wydatki na bardziej ryzykowne strategię mogą mieć pozytywny krótkoterminowy wpływ na wartość wynagrodzenia motywacyjnego ze względu na oszczędności kosztów i krótkoterminowe zyski. Pakiet wynagrodzeń ze znaczącym wynagrodzeniem motywacyjnym może zatem motywować dyrektora generalnego, ukierunkowanego na promocję, do zmniejszenia wydatków na ryzykowne przedsięwzięcia, w tym na badania i rozwój w celu wygenerowania krótkoterminowych osobistych korzyści finansowych. W rezultacie wyższe wynagrodzenie motywacyjne negatywnie moderowałoby związek między ukierunkowaniem dyrektora na promocję a podejmowanym ryzykiem strategicznym. Powyższe rozważania prowadzą do postawienia następującej hipotezy:

H3: Przyznanie warunkowego komponentu wynagrodzenia (premia roczna) dyrektorom generalnym spółek publicznych w Polsce negatywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że pozytywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie słabł wraz ze wzrostem wynagrodzenia motywacyjnego.

Wynagrodzenie motywacyjne może w różny sposób wpływać na relację między ukierunkowaniem dyrektora na prewencję a strategicznym ryzykiem menedżerskim. Ponieważ osoby skoncentrowane na zapobieganiu starają się unikać zachowań, które mogłyby stworzyć przeszkody uniemożliwiające im osiągnięcie celu (Higgins i in., 1994), jest mało prawdopodobne, aby podejmowały działania, które wprowadzają nową niepewność. Co więcej, mogą oni nawet ograniczyć wydatki na mniej pewne i długoterminowe działania, aby złagodzić narażenie firmy na potencjalne straty. Ukierunkowanie na prewencję ma również związek z większym poczuciem odpowiedzialności i obowiązku (Gamache i in., 2020; Higgins, 1987, 1998), co może wzmocnić motywację jednostki do przestrzegania kryteriów, na których opiera się wynagrodzenie motywacyjne.

Aby zmotywować dyrektorów generalnych, rady ustalają strukturę wynagrodzeń w taki sposób, by zachęcić ich do określonych zachowań. Dyrektorzy generalni ukierunkowani na prewencję będą starali się angażować w zachowania pożądane przez zarząd, aby uniknąć utraty wynagrodzenia motywacyjnego, w tym poprzez zachowania sprzeczne z ich naturalnymi

tendencjami. Wynagrodzenie motywacyjne jest narzędziem, które można wykorzystać do skłonienia osób ukierunkowanych na prewencji do podejmowania ryzyka. Jak określono w hipotezie 4, wyższe wynagrodzenie motywacyjne będzie pozytywnie moderować związek między ukierunkowaniem dyrektora na prewencji a strategicznym ryzykiem menedżerskim.

H4: Przyznanie warunkowego komponentu wynagrodzenia (premia roczna) dyrektorom generalnym spółek publicznych w Polsce pozytywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że negatywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie słabł wraz ze wzrostem wynagrodzenia motywacyjnego.

Zasadne wydaje się również rozważenie wpływu stałego wynagrodzenia na związek między ukierunkowaniem regulacyjnym dyrektorów a podejmowanym przez nich strategicznym ryzykiem. Wynagrodzenie jest uważane za stałe i zasadniczo gwarantowane tak długo, jak długo dyrektor zajmuje to stanowisko (Gerhart, 2022). W przeciwieństwie do wynagrodzenia motywacyjnego, uważa się, że wynagrodzenie stałe ma związek z awersją do ryzyka (Devers i in., 2008; Haugen i Senbet, 1981; Jensen i Murphy, 1990; Sanders i Hambrick, 2007), podczas gdy wynagrodzenie motywacyjne jest uważane za środek zaradczy na brak bardziej ryzykownych decyzji i działań dyrektorów. Ponieważ ukierunkowanie regulacyjne wpływa na skłonność jednostek do działania, istotne jest ustalenie, w jaki sposób stałe wynagrodzenie może wpływać na ten związek w przypadku menedżerów najwyższego szczebla. Wynagrodzenie jest wyjątkowe w porównaniu z premią lub opcją na akcje, ponieważ jest bardziej prawdopodobne, że zostanie uznane za „podstawowe” wynagrodzenie, które jest wykorzystywane do wspierania standardu życia dyrektora generalnego (Larraza-Kintana i in., 2007). Wynagrodzenie zapewnia poziom stabilizacji finansowej, dlatego groźba utrata wynagrodzenia (np. zwolnienie dyrektora) jest postrzegane jako bardziej dotkliwe niż utrata innych form wynagrodzenia, aby mieć negatywny wpływ na życie osobiste dyrektora.

Ponieważ ukierunkowanie na promocję jest generalnie związane z proaktywnym charakterem (Higgins, 1987; Higgins i Silberman, 1998), można oczekiwać, że ukierunkowanie dyrektora na promocję będzie miało pozytywny związek ze strategicznym ryzykiem menedżerskim (Hipoteza 1). Jednak na ten związek mogą wpływać inne czynniki.

Wynagrodzenie stałe zapewnia dyrektorom ukierunkowanym na promocję poczucie stabilności, które pozwala im na samoregulację zgodnie z ich naturalną tendencją. Wyższe wynagrodzenie zapewnia stabilny dochód, na którym można polegać (tak długo, jak dyrektor pozostaje zatrudniony przez firmę), umożliwiając menedżerowi podejmowanie decyzji zorientowanych na rozwój (Higgins i Silberman, 1998), maksymalizację wartości firmy (Higgins, 1997) i odkrywanie nowych możliwości dla firmy (Friedman i Förster, 2001). W efekcie wyższy poziom stałego wynagrodzenia „uwalnia” menedżera do podejmowania decyzji, które budują przyszłe możliwości poprzez nowe inwestycje. Stabilna sytuacja dochodowa może wzmocnić naturalną tendencję dyrektora ukierunkowanego na promocji do dążenia do wzrostu poprzez ryzykowne strategie. Można zatem oczekiwać, że:

H5: Stałe wynagrodzenie dyrektorów generalnych spółek publicznych w Polsce pozytywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że pozytywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie się wzmacniał wraz ze wzrostem stałego wynagrodzenia.

Z kolei dyrektorzy generalni, którzy są ukierunkowani na prewencję, mogą reagować na znaczne poziomy stałego dochodu zupełnie inaczej niż ci, którzy są zorientowani na promocji. Stały dochód może zostać utracony, jeśli dyrektor zostanie zwolniony, tworząc potencjalną sytuację straty, która skutecznie skłania do zachowań niechętnych ryzyku, aby chronić pozycję i związaną z nią pensję (Gerhart, 2022). Groźba utraty wynagrodzenia jest bardziej istotna w przypadku działań prewencyjnych niż w przypadku działań promocyjnych. Siła tendencji do unikania strat jest większa w przypadku osób ukierunkowanych na prewencji, które z natury niechętnie podejmują ryzyko i starają się unikać utraty wartości, w tym wynagrodzenia osobistego. Wyższe wynagrodzenie stawia dyrektorów w sytuacji potencjalnej straty, w której negatywne wyniki firmy mogą mieć negatywny wpływ na sytuację osobistą dyrektora. Dyrektorzy, którzy chcą chronić swoje wynagrodzenie, mogą postrzegać potencjalnie ryzykowne zachowania jako zagrożenie dla utrzymania swojej pozycji i towarzyszącego jej wynagrodzenia. W przypadku dyrektorów o wysokim stałym wynagrodzeniu tendencje prewencyjne, takie jak ochrona ograniczonych zasobów (Fitzsimmons i Douglas, 2011), ograniczanie ryzyka (Hmieleski i Baron, 2008) i unikanie potencjalnych strat, nawet jeśli

skutkuje to niewykorzystanymi szansami (Higgins, 1997), mogą być silniejsze niż w przypadku dyrektorów ukierunkowanych na prewencję o niskim stałym wynagrodzeniu. Dyrektorzy ukierunkowani na prewencji mogą dążyć do ochrony swoich stałych dochodów poprzez zachowania, które ich zdaniem zmniejszą ryzyko, takie jak unikanie nowych ryzykownych inwestycji oraz ograniczanie bieżących wydatków w celu oszczędzania zasobów, skutecznie zachęcając do ostrożnych i potencjalnie krótkowzrocznych zachowań. Na podstawie powyższych rozważań można sformułować kolejną hipotezę:

H6: Stałe wynagrodzenie dyrektorów generalnych spółek publicznych w Polsce negatywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że negatywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie się wzmacniał wraz ze wzrostem stałego wynagrodzenia.

4.2. Pomiar ukierunkowania regulacyjnego z zastosowaniem metody analizy treści

Ukierunkowania regulacyjne są jednym z czynników społeczno-psychologicznych, który cieszy się ostatnio rosnącym zainteresowaniem badawczym (P.D. Johnson i in., 2015). Dotychczasowe wyniki badań sugerują, że ukierunkowania na promocję i prewencję stanowią niezależne systemy, a nie przeciwległe końce jednego kontinuum (np. Förster i in., 2003). Również większość badań dotyczących ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych badała te dwa ukierunkowania jako niezależne konstrukty (np. Gamache i in., 2015; Gamache i in., 2020; Scoresby i in., 2021). W tej sytuacji możliwe jest, że jednostka ma wysoki poziom, zarówno ukierunkowania na promocję, jak i prewencję, wysoki poziom tylko jednego z nich lub niski poziom obu (Kashmiri i in., 2019).

Ponieważ ukierunkowania regulacyjne działają poza świadomością jednostki, najskuteczniej odzwierciedla się je za pomocą miar ukrytych lub pośrednich (R.E. Johnson i in., 2012; R.E. Johnson i Steinman, 2009). Psychologia dostarcza wiedzy, że wyrażenia językowe ujawniają procesy psychiczne (Pennebaker i in., 2003). Słowa pisane i mówione używane w życiu codziennym odzwierciedlają to, na czym ludzie się skupiają – ich myśli i uczucia. Na przykład Rude i in. (2004) wykazali, że osoby z depresją częściej pisały zaimek osobowy "ja" niż osoby bez depresji. Ponadto Leis i in (2019) wykazali, że osoby cierpiące na depresję pisały

o złości i smutku częściej niż osoby bez depresji. Niezależnie od różnorodności tematów, wzorce językowe pozostają stabilne (Zyung i Shi, 2021, C. Chung i Pennebaker, 2007; Pennebaker i King, 1999). Tak więc, badając sposób, w jaki ludzie piszą, naukowcy mogą badać indywidualne różnice w preferencjach, postrzeganiu i osobowości.

Powszechnie stosowaną techniką analizy językowej, ujawniającą schematy poznawcze jednostek w ich materiale mówionym lub pisanym, jest **analiza treści**. Metoda ta znajduje się na przecięciu badawczych tradycji jakościowych i ilościowych, i skupia się na identyfikacji zarówno manifestowanych (łatwo obserwowalnych znaczeń w tekście), jak i ukrytych treści (ukrytych znaczeń tekstów). Zgodnie z klasyczną definicją Berelsona z 1952 roku, analiza treści to „technika badawcza służąca obiektywnemu, systematycznemu i ilościowemu opisowi jawnej zawartości komunikatów” (Szczepaniak, 2012, 84). Najbardziej wątpliwym aspektem tej definicji jest założenie, że znaczenie wiadomości jest zawsze zgodne z intencjami nadawcy i wolne od niedopowiedzeń i nadinterpretacji. Postuluje się, aby badacz miał pewną swobodę w wyciąganiu wniosków na podstawie badanego materiału. Można zatem wnioskować nie tylko z tego, co zostało napisane w tekstach, ale także z tego, co pozostało niedopowiedziane (Miązek i Światowiec-Szczepańska, 2020).

W przeciwieństwie do wielu innych technik badawczych wykorzystywanych w badaniach społecznych, analiza treści nie wymaga bezpośredniego kontaktu między badaczem (lub ankieterem) a badanym, bazuje bowiem na istniejących (zastanych lub wywołanych) materiałach (Szczepaniak, 2012)⁵⁹. Podejście to umożliwia zatem badania osób, do których dotarcie jest utrudnione lub niemożliwe. Źródła analizy tekstowej mogą bowiem obejmować publicznie dostępne teksty, np. coroczne listy tworzone przez dyrektorów generalnych do akcjonariuszy, transkrypcje rozmów konferencyjnych dotyczących zysków czy raporty roczne lub teksty pisane przez przedstawicieli rządów, w tym prezydenta kraju (Miązek i Światowiec-Szczepańska, 2020).

Jednym z najczęściej stosowanych narzędzi analizy treści, które pozwalają badaczom analizować wzorzec językowy i współwystępujące z nim konstrukty, jest *Linguistic Inquiry and*

⁵⁹ Innym podejściem w badaniach ukierunkowań regulacyjnych jest stosowanie metod kwestionariuszowych. Najbardziej znane kwestionariusze, stosowane w badaniach to: kwestionariusz ukierunkowań regulacyjnych RFQ (*Regulatory Focus Questionnaire*) (Higgins i in., 2001) oraz skala ukierunkowań regulacyjnych RFS (*Regulatory Focus Scale*) (Fellner, Holler, Kirchler i Schabmann, 2007). Polską adaptację obydwu kwestionariuszy wraz z walidacją dokonali Bąk i in. (2015). Podejście to, w związku ze specyfiką podmiotu badawczego w tej pracy, jakim jest dyrektor generalny i związany z tym utrudniony dostęp, jest niestety nieprzydatne.

Word Count (LIWC) (Szymczyk i in., 2012). LIWC jest instrumentem, który umożliwia badaczom analizę tekstów i ich cech poprzez liczenie częstotliwości użycia poszczególnych słów. W tym celu LIWC wykorzystuje wbudowane słowniki, które mogą być wykorzystane w specyficznym rodzaju analizy treści w różnych językach. Badacze mogą tworzyć własne słowniki, które odzwierciedlają dowolne konstrukty psychologiczne, istnieje bowiem możliwość wgrania słowników wykonanych samodzielnie.

Wykorzystując analizę językową, badacze mogą obserwować różnice i relacje między cechami lub preferencjami, a także mogą uchwycić wiele cech i postaw. W literaturze istnieje wiele przykładów wykorzystania tej techniki badawczej w różnych dyscyplinach nauki. Analiza treści stała się ważnym narzędziem także w zarządzaniu (Duriau i in., 2007; S. Kaplan, 2008). Gamache i McNamara badali w ten sposób koncentrację czasową (koncentracja na przeszłości, teraźniejszości i przyszłości) (2019). Z kolei Keil i in. (2017), analizowali orientację przedsiębiorczą dyrektorów generalnych. W przypadku badań menedżerów najwyższego szczebla szczególnego znaczenia nabrała analiza treści listów do akcjonariuszy, które wykorzystano do uchwycenia m.in. kognicji i uwagi dyrektorów (Eggers i Kaplan, 2009; S. Kaplan, 2008; Marcel i in., 2010; Nadkarni i Barr, 2008), wartości (Daly i in., 2004) czy cech psychologicznych, takich jak zaangażowanie w status quo (McClelland i in., 2010) i charyzmatyczna wizja (Fanelli i in., 2009).

Słownik LIWC dotyczący ukierunkowania regulacyjnego menedżerów, po raz pierwszy opracowano w badaniach Gamache i in. (2015)⁶⁰. W tym celu dokonano analizy tekstów 3250 listów dyrektorów generalnych do akcjonariuszy za lata podatkowe 1997-2006. Wcześniej słownik poddano odpowiedniej walidacji pod kątem ważności treściowej, konwergencyjnej i dyskryminacyjnej. Wypracowana metodyka przez Gamache i innych współautorów, jest procedurą, którą można replikować w różnych sytuacjach badawczych.

Badania Gamache i in. (2015), obejmowały kilka etapów. Po pierwsze, stworzono dwie listy, ze słowami wskazującymi odpowiednio na ukierunkowanie na promocję i na prewencję, na podstawie analizy wcześniejszych badań z ankietowymi miarami ukierunkowania regulacyjnego i testami uzupełniania fragmentów słów. Po drugie, w celu oceny poprawności

⁶⁰ Wykorzystanie słowników LIWC, zainspirowane pracą Gamache, McNamara, Mannor i Johnson (2015), odnotowano również w przypadku innych konstruktów biznesowych. Noguti i in. (2023) zastosowali je do badania *ambidexterity* przedsiębiorców (eksploracja vs eksploatacja), (Mohr i Schumacher, 2019) badali siłę patriotycznej retoryki firm z ich *earnings calls* i komunikatów prasowych, a Tata i Niedworok (2020), badali atrybuty szansy - afiliację, osiągnięcia, władzę, nagrodę i ryzyko w propozycjach biznesplanów.

treści, zweryfikowano poprawność treści tych list, zatrudniając 25 ekspertów (badaczy nauk organizacyjnych z publikacjami na temat ukierunkowania regulacyjnego), prosząc ich o zakodowanie każdego słowa jako odzwierciedlającego ukierunkowanie na promocję lub zapobieganie, bez wyposażania ich we wcześniejszą klasyfikację. Rzetelność interrateralna (współczynnik korelacji wewnątrzklasowej) dla słowników jako całości wyniosła co najmniej 0,94, gdzie zgodnie z literaturą wystarczający poziom dla wysokiej rzetelności to 0,75 lub 0,80. Po trzecie, dla oceny ważności konwergencyjnej i dyskryminacyjnej, zrekrutowano 174 studentów studiów licencjackich w zakresie zarządzania. Studenci dostarczyli próbki pism do analizy treści w oprogramowaniu LIWC, a następnie wypełnili ankietowe miary ukierunkowania regulacyjnego, jak również innych cech, takich jak podstawowa samoocena, osobowość Wielkiej Piątki i afektywność. Dla ważności konwergencyjnej i dyskryminacyjnej, zbadano interkorelacje pomiędzy uzyskanymi wynikami badań. Ważność predykcyjną słownika potwierdzono poprzez test teoretycznie wyprowadzonych związków przyczynowych, zgodnie z którymi ukierunkowanie na promocję dyrektorów generalnych zwiększa aktywność ich firm w obszarze fuzji i przejęć i odwrotnie – ukierunkowanie na prewencję dyrektora generalnego tę aktywność ogranicza.

Istotnym ograniczeniem opisywanych badań, zwłaszcza opracowanego słownika LIWC, jest anglojęzyczny kontekst językowy. Bez wcześniejszego tłumaczenia i odpowiedniej walidacji, nie jest on możliwy do wykorzystania w innych językach. Analiza artykułów cytujących Gamache'a i in. (2015) ujawniła, że tylko w jednym badaniu (Zhang i in., 2021) przeprowadzono tłumaczenie i walidację słownika dla innego języka niż angielski, mianowicie dla języka chińskiego. Można jednak przewidywać wykorzystanie tego narzędzia w wielu innych kontekstach geograficznych, za czym postuluje wielu autorów (np., Jansen i in., 2022; Ma i in., 2022; Gada i in., 2021; Agnihotri i Bhattacharya, 2021; Mount i Baer, 2021; Tata i Niedworok, 2020).

4.3. Zakres, metoda i procedura badań empirycznych

4.3.1. Próba i źródła danych

W celu sprawdzenia postawionych hipotez składających się na przyjęty model koncepcyjny strategicznego ryzyka menedżerskiego, zgromadzono niezbędne dane ze źródeł wtórnych. Do

testowania hipotez, składających się na model koncepcyjny w tej pracy, wykorzystano zbiór spółek w przeważającej większości notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych⁶¹. W pierwszej kolejności, na podstawie danych zbiorczych zawartych w serwisie *Notoria* na dzień 4 sierpnia 2023 roku, zidentyfikowano całkowitą liczbę 429 notowanych spółek⁶². Następnie, każdą z nich sprawdzono w bazie *Refinitiv Eikon* pod kątem ujawnionych składników wynagrodzenia dyrektorów generalnych, w szczególności przyznawanych premii rocznych (*bonus*) w przyjętym w rozprawie dziesięcioletnim zakresie lat 2011-2020. Ustalono, że premie roczne przyznawano i ten fakt raportowano w przypadku 89 spółek z pierwotnej puli, które podzielono na sektory działalności zgodnie z informacją w serwisie *Notoria*⁶³. Niniejszy, docelowy zbiór dotyczący zmiennych moderujących posłużył jako punkt wyjścia do dalszego pozyskiwania danych dotyczących zmiennych zależnych i niezależnych.

Dodatkowo, przeprowadzono analizę pozyskanych sprawozdań finansowych, sprawozdań Zarządów z działalności spółek oraz komunikatów spółek udostępnionych w *Notorii* celem porównania zawartych w nich informacji z danymi kategorii *bonus* w *Refinitiv Eikon*. Wykazano pewną, niewielką heterogeniczność instrumentów przyznawanych jako bonus roczny oraz że może dochodzić do zmiany rodzaju przyznawanego instrumentu w czasie⁶⁴. Gdy bonus przybierał postać jednej wartości pod nazwą *premia roczna*, najczęściej dotyczył dodatkowej kwoty wynagrodzenia pieniężnego, choć w niektórych przypadkach raportowano w tej pozycji przyznane w danym roku instrumenty udziałowe w postaci akcji albo akcji fantomowych (np. AGORA, ORANGEPL) lub opcji na akcje (np. AMICA, INTERMED). Ponadto, część spółek raportowała tylko jedną kwotę wynagrodzenia zmiennego, zawierającą różne komponenty (np. BSK łącznie gotówkę i akcje fantomowe), a część wyróżniała poszczególne komponenty (np. PCCROKIT). Przeprowadzona analiza dokumentów generalnie potwierdziła, że w

⁶¹ W bazie danych udostępnionych przez serwis *Notoria* znajdowały się również spółki spoza GPW. Z tej puli do próby trafiło 5 spółek notowanych na *Börse Frankfurt*, są to: ALLIANZ, BMW, MERCEDES, PORSCHE i SAP (notowana również na *New York Stock Exchange*); 1 spółka notowana na *Bolsa de Madrid*: INDITEX; oraz 1 spółka notowana na *Euronext Lisbon*: JERONIMO.

⁶² Wybór serwisu *Notoria* jako punktu wyjścia do tworzenia bazy danych wynikał z dostępności i łatwości pozyskania komunikatów spółek publicznych, zawierających wiele informacji o rodzajach przyznawanych instrumentów finansowych. W zbiorze 429 tak wyłonionych spółek, na zagranicznych giełdach łącznie notowanych było 10 – oprócz 7 wspomnianych wcześniej, były to również 3 spółki z *Börse Frankfurt*: VOLKSWAGEN, SIEMENS i ZALANDO.

⁶³ Jeśli baza *Refinitiv Eikon* zawierała dane dotyczące wynagrodzeń dyrektorów generalnych danej spółki, wynagrodzenie zasadnicze (*salary*) było raportowane w każdym przypadku.

⁶⁴ Przykładowo, w spółce PEKAO premia roczna w 2019 roku przybrała postać pieniężną, a wcześniej raportowano w tej pozycji wartość przyznanych akcji fantomowych.

przypadku modelu korporacyjnego w Polsce dominującą rolę motywacyjną pełnią premie roczne w postaci dodatkowego komponentu pieniężnego, a nie instrumenty udziałowe.

Kolejnym krokiem było pozyskanie listów do akcjonariuszy ze sprawozdań finansowych badanych 89 spółek. W tym celu przeszukano serwis *Infostrefa* celem ściągnięcia zakładanej puli 890 raportów rocznych, przy czym ostatecznie pozyskano 854 pliki zawierające listy do akcjonariuszy podpisane przez dyrektorów generalnych. Zdarzały się bowiem sytuacje, gdy autorem listu był inny członek zarządu lub nawet prezes rady nadzorczej. Dochodziło do nich najczęściej w przypadku zmiany na stanowisku dyrektora w danym roku lub gdy spółka nie była notowana przed okresem analizy. Taka obserwacja firma-rok musiała zostać wyłączona z ostatecznego zbioru danych. Pozyskane raporty poddano obróbce w programie *ABBYY FineReader*. Jeśli list był umieszczony w jednym pliku z resztą sprawozdania, został odseparowany, a jeśli stanowił skan bez możliwości zaznaczenia tekstu, został zastosowany *OCR* (optyczne rozpoznawanie znaków). Ostatecznie wszystkie pliki *pdf* zawierające same listy zarządu zostały skonwertowane do formatu *docx* i oczyszczone z formatowania oraz błędów w rodzaju wyrazów rozdzielonych, ze znakami w środku (najczęściej spacje) lub z literami błędnie zidentyfikowanymi w procesie *OCR*. Dzięki tym zabiegom uzyskano pulę 854 plików zawierających wyłącznie tekst listów bez fragmentów reszty sprawozdania czy błędów w wyrazach, mogących skutkować ich pominięciem.

Listy zarządu zostały poddane analizie treści w programie *LIWC*. Niewielką część próby stanowiły spółki niepolskie, które publikowały swoje listy wyłącznie w języku angielskim, dlatego przeprowadzono osobną analizę dla listów w języku polskim, wykorzystując słownik stworzony specjalnie na potrzeby niniejszej rozprawy i osobną dla listów w języku angielskim z wykorzystaniem oryginalnego słownika z badania Gamache i in. (2015)⁶⁵. Tym sposobem otrzymano po 854 współczynników ukierunkowania na promocję i ukierunkowania na prewencję dyrektorów generalnych⁶⁶. Procedura tworzenia polskiego słownika promocyjności i prewencyjności, została opisana w kolejnym podrozdziale.

Po ustaleniu ostatecznej liczby obserwacji firma-rok pozyskano z bazy *Refinitiv Eikon* dane dotyczące współczynników odzwierciedlających podejmowanie strategicznego ryzyka

⁶⁵ W wyniku korespondencji email nawiązanej w lutym 2021, Daniel L. Gamache przesłał oryginalny plik słownika w wersji do implementacji w programie *LIWC*. Ten plik stał się podstawą do stworzenia i walidacji jego polskiej wersji językowej.

⁶⁶ Współczynniki uzyskano dzieląc liczbę słów ukierunkowanych na promocję i na prewencję przez całkowitą liczbę słów z listu do akcjonariuszy (Murthy i in., 2023; Gamache i in., 2015).

menedżerskiego przez dyrektorów generalnych (zmienna zależna) oraz zmiennych kontrolnych.

4.3.2. Pomiar zmiennych niezależnych - ukierunkowanie regulacyjne

Żadne z dotychczasowych badań z wykorzystaniem zmiennych ukierunkowania regulacyjnego nie dostarczyło słownika LIWC w języku polskim. Na potrzeby niniejszej rozprawy stworzono i zwalidowano polski słownik do pomiaru promocyjnego i prewencyjnego ukierunkowania regulacyjnego w tekście pisanym⁶⁷. Trafność treściową zapewniono poprzez poddanie ocenie treści tłumaczeń kompetentnym ekspertom oraz poprzez analizę dotychczasowych narzędzi do pomiaru tych konstruktów⁶⁸. Trafność teoretyczną testu zmierzono za pomocą dwóch metod: różnic między grupami (Badanie 1) oraz korelacji z innymi narzędziami (Badanie 2). Dodatkowo dodano trzecią analizę tekstu, aby zniwelować ryzyko błędnych wniosków z Badania 2.

Prace badawcze miały na celu stworzenie i ocenę, poprzez analizę psychometryczną, narzędzia do pomiaru promocyjnego vs. prewencyjnego nacechowania tekstów pisanych (polskiego słownika promocyjności i prewencyjności). Oceny dokonano na bazie analizy wyników trzech badań, zaprojektowanych i przeprowadzonych z zachowaniem zasad metodyki psychometrycznej, a także w oparciu o naukową teorię samoregulacji promocyjnej i prewencyjnej (Higgins, 1997).

Słownik został stworzony na bazie wstępnie opracowanego słownika, zawierającego polskie odpowiedniki anglojęzycznej wersji słownika promocyjności i prewencyjności (Gamache i in., 2015). Materiał zawierał synonimy i wyrazy bliskoznaczne dla anglojęzycznej wersji słownika, wskazane przez trzy angielsko-polskie słowniki elektroniczne (Cambridge Dictionary, Pons, bab.la). Na proces przygotowania polskiego słownika, optymalnie klasyfikującego słowa w tekstach do jednej z dwóch kategorii: promocyjnej lub prewencyjnej, złożyły się następujące elementy: (1) analiza założeń teoretycznych modelu samoregulacji

⁶⁷ Niniejszy słownik powstał dzięki środkom Narodowego Centrum Nauki (projekt badawczy nr 2017/25/N/HS4/02037) przy merytorycznym wsparciu dr Marty Roczniowskiej – psycholog z *Karolinska Institutet* i absolwentki *Higgins Lab* przy Uniwersytecie Columbia (NY), autorce artykułów opublikowanych we współautorstwie z twórcą teorii ukierunkowań regulacyjnych: Roczniowska i Higgins (2019), Roczniowska, Retowski i Higgins (2018).

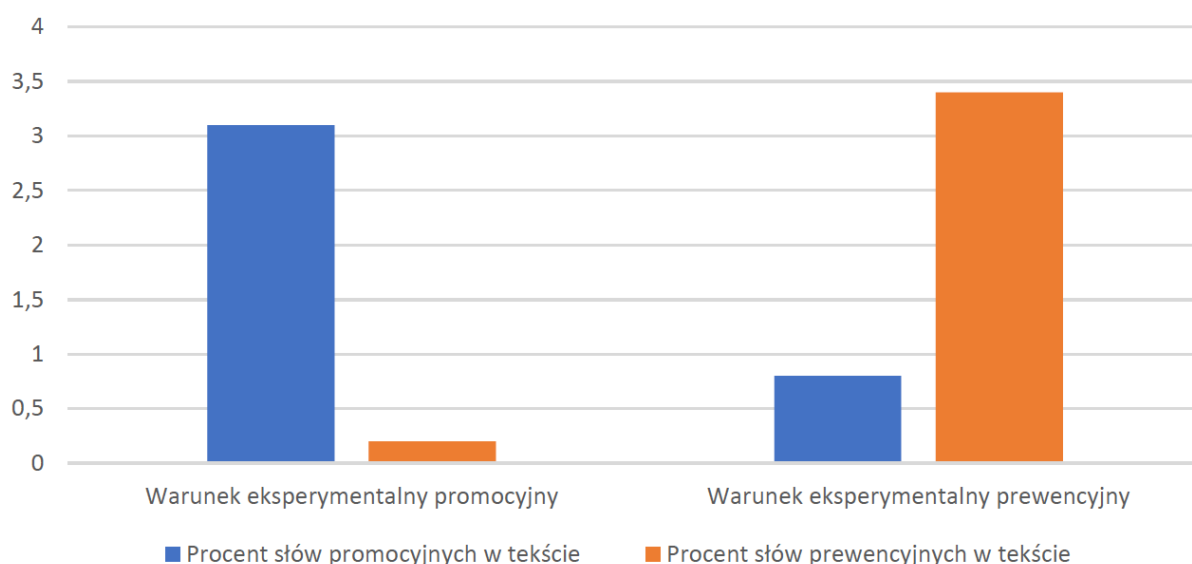
⁶⁸ Przedstawione w tym poroździale wyniki badań zostały opublikowane w artykule: Marszałek, Miązek i Roczniowska (2023).

promocyjnej i prewencyjnej; (2) analiza dotychczasowych, anglojęzycznych i polskojęzycznych badań z zakresu walidacji narzędzia do pomiaru ww. regulacji; (3) przyjęcie założenia co do optymalnej liczby polskich wyrażeń w ramach obu kategorii (bazując na opisanych w literaturze przedmiotu walidacjach słownika, przyjęto, że jednemu anglojęzycznemu wyrażeniu zostanie przypisany jeden polski odpowiednik z możliwością odstępstwa od tej reguły w uzasadnionych przypadkach); (4) wskazanie polskojęzycznych odpowiedników angielskiego słownika promocyjności i prewencyjności przez dwóch sędziów kompetentnych wraz z ewentualnym, uzasadnionym teoretycznie, dodaniem polskiego wyrażenia, niemającego swojego odpowiednika w angielskiej wersji narzędzia; (5) analiza polskojęzycznych kwestionariuszy do pomiaru promocyjności-prewencyjności w poszukiwaniu kluczowych dla teorii określeń w języku polskim; (6) adaptacja wyrażeń tłumaczonych z języka niefleksyjnego na fleksyjny: dostosowanie polskich wyrażeń, opisujących regulacje promocyjną i prewencyjną, do zasilenia programu LIWC, analizującego teksty, zgodnie z zadanymi kryteriami. Dostosowanie polegało na uwzględnieniu wszystkich wariantów danego wyrażenia (odmiana w ramach koniugacji lub deklinacji) z naciskiem na wyeliminowanie możliwości włączenia do analizy wyrażenia podobnie brzmiącego, lecz innego znaczeniowo (proces adaptacji został oparty na dwóch polskich słownikach elektronicznych: Wielkim Słowniku Języka Polskiego WSJP oraz Słowniku Języka Polskiego PWN); (7) przeprowadzenie dwóch badań dedykowanych (eksperymentalnego oraz korelacyjnego) – oraz analiza tekstów z poprzedniego, niezwiązanego badania – w celu walidacji psychometrycznej zaproponowanej wersji słownika; (8) analiza tekstów za pomocą słownika promocyjności i prewencyjności w LIWC; (9) analiza statystyczna wyników: analiza wieloczynnikowej ANOVY oraz korelacji Pearsona i Spearmana przy użyciu programu IBM SPSS 26.

W efekcie prac powstał słownik zawierający 29 określeń promocyjnych i 27 określeń prewencyjnych. Określenia zaimportowano do słownika LIWC wraz ze wszystkimi wariantami danego wyrażenia (z uwzględnieniem odmiany wyrażeń w ramach koniugacji i/lub deklinacji). W Badaniu 1 (eksperymentalnym) wzięło udział 126 osób (108 kobiet, 18 mężczyzn; średni wiek = 28 lat, SD = 8.47). Badani zostali losowo przydzieleni do jednego z dwóch warunków badawczych: promocyjnego lub prewencyjnego. Badanie zawierało przetestowaną i zwalidowaną manipulację eksperymentalną *Regulatory Fit Inductions* (RFI), aktywizującą u

badanych regulację promocyjną lub prewencyjną, w zależności od warunku⁶⁹. Osoby badane zostały poproszone o napisanie tekstu (minimum 2100 znaków ze spacjami), opisującego, w jaki sposób zmieniały się ich nadzieje i aspiracje (promocyjność; N = 58) vs. powinności i obowiązki (prewencyjność; N = 68) na przestrzeni lat – od czasów dzieciństwa do teraz. Hipoteza badawcza zakładała, że osoby, u których zaktywizowano promocyjność, będą pisały teksty bardziej nacechowane promocyjnie niż prewencyjnie, a osoby, u których zaktywizowano prewencyjność, będą pisały teksty bardziej prewencyjne niż promocyjne.

Wyniki Badania 1 wskazują na zadowalające różnicowanie treści promocyjnych i prewencyjnych przez opracowane narzędzie – słownik. Wyniki pokazują, że słownik w warunku eksperymentalnym promocyjnym wskazywał istotnie statystycznie więcej słów promocyjnych niż prewencyjnych (M = 3,12; SD = 1,39; M = 0,2; SD = 0,30; p < 0,001). Również, zgodnie z oczekiwaniem, w warunku eksperymentalnym prewencyjnym, słownik wskazywał istotnie więcej użytych przez badanych słów prewencyjnych niż promocyjnych (M = 3,41; SD = 1,37; M = 0,83; SD = 0,80; p < 0,001), zob. wykres 1. Wyniki tego badania stanowią potwierdzenie oczekiwanych pomiarowych właściwości – trafności teoretycznej – opracowanego słownika.



Wykres 1. Udział słów promocyjnych i prewencyjnych w tekstach w poszczególnych warunkach badawczych

Źródło: opracowanie własne.

⁶⁹ Treść zastosowanej manipulacji RFI można znaleźć na stronie *Higgins Lab*: <https://cuhigginslab.com/measures/#RFI>

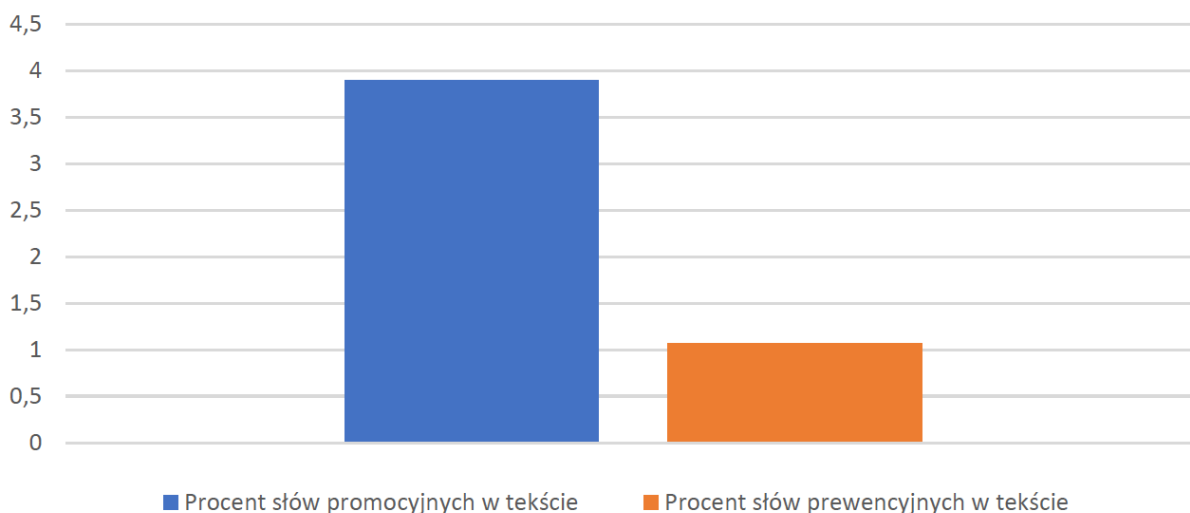
Dla zachowania poprawności metodologicznej, badanie 2 (korelacyjne) przeprowadzono na innej próbie niż Badania 1. W badaniu udział wzięło 138 osób (99 kobiet, 37 mężczyzn; średni wiek = 30 lat, SD = 9,78). Uczestnicy zostali poproszeni o uzupełnienie dwóch skal mierzących dyspozycyjną samoregulację promocyjną i prewencyjną (Skala Samoregulacji Promocyjnej i Prewencyjnej – SSPP, Kolańczyk i in., 2013), a następnie mieli za zadanie napisać tekst skierowany do studentów, będący uzasadnieniem stwierdzenia, że temat odżywiania jest ważny (minimum 2100 znaków ze spacjami). Hipoteza badawcza zakładała, że osoby, które mają wyższy poziom dyspozycyjnej samoregulacji promocyjnej będą tworzyć teksty zawierające więcej wyrażeń promocyjnych niż prewencyjnych, a osoby o wyższej chronicznej samoregulacji prewencyjnej będą uzasadniać zadany temat używając więcej określeń prewencyjnych niż promocyjnych.

Wyniki badania 2 wskazują na istotną statystycznie, korelację dodatnią w przypadku prewencyjnej kategorii słownika (r Pearsona = 0,19; p = 0,024). Oznacza to, że im wyższe jest chroniczne prewencyjne ukierunkowanie regulacyjne, tym częściej osoba badana posługiwała się słowami z grupy słownika prewencyjnego. Jednocześnie, analogiczna dla promocyjności korelacja nie została wykazana na poziomie istotnym statystycznie (p = 0,765). Na podstawie wyników Badania 2 należy stwierdzić, że stanowi ono częściowe wsparcie dla trafności i właściwości pomiarowych opracowanego słownika. Jednakże, po dokładnej analizie post hoc konstrukcji ww. badania nie można wykluczyć, że brak współwystępowania słów promocyjnych u badanych o promocyjnym dyspozycyjnym uregulowaniu wynika z właściwości samego badania. Polecenie zawarte w Badaniu 2, inaczej niż w Badaniu 1, nie odnosiło się do własnych odczuć: aspiracji lub powinności i mogło nie zaangażować emocjonalnie osób badanych (mogło powodować również brak chęci ukończenia badania). Mogło to spowodować aktywizację prewencyjnego, sytuacyjnego ukierunkowania, które nie pozwoliło osobom dyspozycyjnie promocyjnym na ujawnienie tych cech w postaci używanych wyrażeń promocyjnych. W związku z potrzebą potwierdzenia powyższych przypuszczeń, przetestowano dodatkowe dane pochodzące z wcześniej przeprowadzonego badania.

W badaniu 3 (eksperymentalnym) przeanalizowano dane archiwalne z projektu, w którym proszono nauczycieli o opisanie, co mogą zrobić, aby zwiększyć dopasowanie między swoimi umiejętnościami i potrzebami a nową sytuacją w pracy po reformie szkolnictwa. W związku z tym, że polecenie było nacechowane wyraźnie promocyjnie, oczekiwano przewagi wyrażeń promocyjnych w stosunku do prewencyjnych (przeciwnie niż w Badaniu 2). W Badaniu 3

wzięto udział 95 osób (83 kobiety, 12 mężczyzn; średni wiek badanych, to 42 lata, odchylenie standardowe to 9,63). Wyniki Badania 3 pokazują wyraźną przewagę używania słów promocyjnych ($M = 3,9$; $SD = 8,23$) nad prewencyjnymi ($M = 1,07$; $SD = 0,47$; $p = 0,001$) (zob. wykres 2). Co jest zgodne z oczekiwaniem i – w kontekście konstrukcji Badania 2 i jego manipulacji eksperymentalnej – potwierdza prawidłowo różnicujące właściwości proponowanego słownika. W związku z prawoskośnym rozkładem danych, związki i zależności pomiędzy zmiennymi trzech powyższych badań analizowano dodatkowo po przeprowadzeniu nieliniowej transformacji danych (logarytm zmiennych).

Listy dyrektorów generalnych to narracje korporacyjne o dużym zróżnicowaniu słownictwa i leksykalnym, dające duże możliwości kierowania uwagi, skupiania się na dominujących wydarzeniach i wpływania na percepcję zewnętrzną. W listach tych dyrektor generalny może komentować działania firmy, wydarzenia, wyniki i rezultaty. Są one pełne środków językowych, które zawierają wskazówki interakcyjne o charakterze zarówno racjonalnym, jak i afektywnym, które odzwierciedlają celowe redagowanie przez dyrektora generalnego.



Wykres 2. Udział słów promocyjnych i prewencyjnych w tekstach osób badanych, którzy otrzymali promocyjnie nacechowane polecenie stworzenia opisów

Źródło: opracowanie własne.

Niektórzy badacze twierdzą, że listy do akcjonariuszy mogą być wynikiem działań Public Relations, a więc mogą nie pochodzić od rzeczywistych menedżerów. Nawet jeśli w niektórych przypadkach jest to prawda, to dyrektorzy generalni spędzają dużo czasu na nakreślaniu większości treści, wprowadzaniu obszernych poprawek i dodawaniu swojego slangu. Dzieje się

tak dlatego, że ktokolwiek złożył podpis na dokumencie, odpowiada za jego treść w sensie prawnym przed jakimkolwiek organem nadzoru finansowego, a w sensie społecznym - przed wieloma interesariuszami. Istnieją liczne badania, w których przyjęto analizę treści listów akcjonariuszy i potwierdzono zasadność tej metody badawczej. Każda krytyka tego podejścia musi uwzględniać niewątpliwą zaletę w badaniu cech psychologii dyrektorów generalnych, polegającą na tym, że dostarcza ono dyskretnego i spójnego rocznego miernika do analizy długoterminowej. Chociaż proces ten nie jest pozbawiony wad, to jednak uzyskanie przybliżonego opisu dyrektora generalnego jest lepsze niż stosowanie tych metod, które charakteryzują się skromnym wskaźnikiem odpowiedzi, dlatego niniejsze źródło zostało w tej pracy poddane badaniu za pomocą zwalidowanego, polskiego słownika promocyjności i prewencyjności.

4.3.3. Pomiar zmiennych: zależnej, moderujących i kontrolnych

Zmienna zależna

Zmienna zależna w modelu odnosi się do **strategicznego ryzyka menedżerskiego**, definiowanego w pracy jako podejmowanie przez menedżerów najwyższego szczebla – w szczególności dyrektora generalnego – decyzji w imieniu przedsiębiorstwa, wywierających wpływ na jego wyniki w obszarze strategicznym (*risk taking*), uwarunkowanych indywidualnymi skłonnościami do podejmowania ryzyka (*risk propensity*) i subiektywnie postrzeganym poziomie ryzyka w danej sytuacji (*risk perception*), stanowiącym ryzyko dla majątku osobistego dyrektora (*risk bearing*), które niesie zarówno szansę na wzrost, jak i niebezpieczeństwo uszczuplenia w wyniku spadku cen akcji lub utraty zatrudnienia. W zakresie narzędzi **strategiczne ryzyko menedżerskie**, często opracowuje się zagregowane mierniki odzwierciedlające ryzykowne decyzje. Podejście takie zostało zastosowane w wielu badaniach, m.in. Chng i in. (2012), Gamache i in. (2015), Seo i in. (2015), Wallace i in. (2010), G. Wang i in. (2016), przy czym należy podkreślić, że miary te nie są równoznaczne z ryzykiem organizacyjnym, ale dotyczą oceny ryzyka podejmowanych decyzji strategicznych. Zastosowana agregacja polega na wykorzystaniu wielu zmiennych będących aproksymacją ryzyka strategicznego. Jednym z podejść jest uwzględnienie (wartościowo lub ilościowo)

dokonanych ryzykownych opcji strategicznych, takich jak np. dywersyfikacja, internacjonalizacja, fuzje i przejęcia, dźwignia finansowa itp. (np. Gamache i in., 2015).

Stosunkowo dobrze wypróbowanym rozwiązaniem jest miernik złożony z **logarytmu naturalnego sumy zadłużenia długoterminowego, nakładów na badania i rozwój oraz nakładów kapitałowych (CAPEX)** (Martin i in., 2013; Kish-Gephart i Campbell, 2015; Lee i Moon, 2016; Mannor i in., 2016; Patel i in., 2018; Souder i Bromiley, 2017; Zolotoy i in., 2019; Benischke i in., 2019; Campbell i in., 2019; Shi i in., 2019). Nakłady na badania i rozwój zoperacjonalizowano jako roczne wydatki w danym roku na badania i rozwój. CAPEX to wydatki kapitałowe na rzeczowe aktywa trwałe. Zadłużenie długoterminowe to zadłużenie o zapadalności powyżej jednego roku utrzymywane w bilansie (np. Devers i in., 2008; Benischke i in., 2019; Martin i in., 2013). Podejście to przyjęto w badaniach przeprowadzonych w tej pracy. Zmienną zależną, strategiczne ryzyko menedżerskie, opracowano jako agregat trzech zmiennych, mianowicie: kosztów na badania i rozwój, całkowitego zadłużenia długoterminowego oraz nakładów inwestycyjnych. Wartości te uzyskano z bazy EIKON oraz bezpośrednio ze sprawozdań finansowych spółek⁷⁰.

Zmienne moderujące

W modelu przyjęto zmienne moderujące związane z systemem wynagrodzeń, które mogą wpływać na związek między nastawieniem regulacyjnym menedżerów a podejmowanym przez nich ryzykiem strategicznym. Liczne badania analizują wpływ wynagrodzenia dyrektora na zaangażowanie w podejmowane ryzykowne decyzje strategiczne, dotyczące np. wydatków na badania i rozwój lub przejęć (Balkin i in., 2000; Boyd, 1995; Devers i in., 2008; Faleye i in., 2011; Lim i McCann, 2013; Sanders i Hambrick, 2007). W badaniach zastosowano zmienną wynagrodzenie motywacyjne, zoperacjonalizowane jako **premię** dyrektorów. Roczne premie obejmują znacznie większe ryzyko i zmienność (Larraza-Kintana i in., 2007). Uwzględniono również jako drugą zmienną moderującą, stały dochód dyrektora, operacyjnie sklasyfikowany jako **wynagrodzenie podstawowe** (Benischke i in., 2019).

⁷⁰ Zlogarytmizowany wskaźnik sumy zmiennych B+R, CAPEX i długu długoterminowego powstał na podstawie danych z bazy *Refinitiv Eikon*, odpowiednio: nakłady na badania i rozwój (*AING - Research & Development Costs, Gross*) (wersja raportowana bilansu), całkowite zadłużenie długoterminowe (*LTTD - Total Long Term Debt*) (wersja raportowana bilansu), nakłady kapitałowe (*Capital Expenditures*) (wersja wystandaryzowana rachunku przepływów pieniężnych).

Wynagrodzenie pieniężne, obejmujące wynagrodzenie stałe i premię, dyrektorzy generalni prawdopodobnie wliczają do swojej bieżącej oceny majątku. W związku z tym ich redukcje są postrzegane jako straty (Wiseman i Gómez-Mejía, 1998). Ponadto element ten zostałby utracony w przypadku zakończenia zatrudnienia dyrektora w firmie. Ponieważ ponoszenie ryzyka przez menedżerów jest negatywnie związane z podejmowaniem ryzyka organizacyjnego, zachęcanie menedżerów za pomocą premii za wyniki może zmniejszyć awersję do niepewnych wyników (Beatty i Zajac, 1994). Dla uzyskania normalnego rozkładu danych zastosowano dla obu miar logarytm naturalny (Lewellyn, 2018).

Zmienne kontrolne

W badaniach uwzględniono zmienne kontrolne, które mogą wpływać na strategiczne ryzyko menedżerskie, zarówno na poziomie indywidualnym dyrektorów generalnych, jak i na poziomie firmy⁷¹.

Na decyzje podejmowane przez dyrektorów generalnych mogą wpływać indywidualne zmienne demograficzne (Barker i Mueller, 2002; Kimberly i Evanisko, 1981; S. Wu, Levitas i Priem, 2005). Finkelstein i Hambrick (1990) sugerują, że długość kadencji dyrektora na stanowisku w danej firmie ma istotny wpływ na podejmowane przez niego ryzyko. Może wpływać na gotowość dyrektora do podejmowania ryzyka i proaktywnego działania. Stwarza to potrzebę kontrolowania tej zmiennej (D. Miller, 1991). **Kadencja na stanowisku dyrektora** mierzona jako liczba lat, przez które menedżer pełni funkcję dyrektora generalnego w badanej organizacji (Sanders, 2001; Patel, 2018). Zgodnie z większością literatury dotyczącej strategii i ekonomii finansowej, z mocą decyzyjną dyrektora generalnego w firmie, a także z podejmowaniem przez niego ryzyka związana jest jego **własność w spółce** (Campbell i in., 2019). Zazwyczaj jest ona mierzona jako stosunek liczby wyemitowanych akcji posiadanych przez dyrektora generalnego do całkowitej liczby wyemitowanych akcji firmy (np. Bryan i in., 2000; Devers i in., 2008; McGuire i Matta, 2003; Wright i in., 1996; Yermack, 1995, 1996,

⁷¹ Spośród zmiennych kontrolnych większość pozyskano z bazy *Refinitiv Eikon*, są to: (1) dane dotyczące stażu dyrektora generalnego w spółce (sekcja serwisu, z której pozyskano również dane dotyczące wynagrodzeń zasadniczych i premii rocznych); (2) dane dotyczące własności dyrektora generalnego z wygenerowanego *Shareholders Report*; (3) dane dotyczące wielkości firmy jako zlogarytmizowany wskaźnik całkowitego przychodu (*RTL* - *Total Revenue*) (wersja raportowana rachunku zysków i strat); (4) dane dotyczące wyników firmy (ROA) jako wynik dzielenia dochodu netto (*NINC* - *Net Income*) (wersja raportowana rachunku zysków i strat) przez całkowite aktywa (*ATOT* - *Total Assets*) (wersja raportowana bilansu).

Zolotoy i in., 2019). Taką miarę zdecydowano przyjąć w badaniach w tej pracy, chociaż należy zaznaczyć, że niektórzy badacze preferowali przy pomiarze własności dyrektorów, wartość akcji w jednostkach pieniężnych (Wright i in., 2002; Sanders, 2001).

Aby kontrolować możliwe efekty indywidualne, uwzględniliśmy **wiek** dyrektora generalnego i **płeć**, ponieważ wykazano, że oba te czynniki odpowiadają awersji do ryzyka (MacCrimmon i Wehrung, 1986; Devers i in., 2008). Przykładowo, dyrektorzy generalni zbliżający się do emerytur unikają ryzykownych przejęć międzynarodowych (Hoskisson i in., 2017). Wiek dyrektora jest także negatywnie powiązany z internacjonalizacją firmy (Tihanyi i in., 2000). Wiek dyrektora obliczono jako różnicę między rokiem badania a rokiem urodzenia (Lewellyn, 2018; Campbell i in., 2019). Zmienną kontrolną płeć uwzględniono włączając zmienną zerojedynkową przyjmującą wartość 1, jeśli dyrektor generalny był mężczyzną i 0, jeśli był kobietą.

Ponadto przyjęto zmienną kontrolną dotyczącą **zmiany dyrektora generalnego**, ponieważ rotacja prezesów może wpływać na poziom aktywności i na dodatkowe zmiany organizacyjne. Zakodowano zmianę dyrektora jako „1”, jeśli nastąpiła zmiana dyrektora w firmie w badanym okresie i „0” w przeciwnym razie (Gamache i in., 2015; Seo i in., 2015; Jiang i in., 2020).

Na poziomie organizacji przyjęto zmienne kontrolne odnoszące się do wielkości i wyników spółek. Wielkość firmy może wpływać na ryzykowne działania przede wszystkim ze względu na dostępność większych zasobów. Z tego względu uwzględniono *logarytm naturalny przychodu* jako zmienną kontrolną. **Przychody** są często stosowane w badaniach jako miara różnych teoretycznych konstruktów związanych z wielkością firmy (Josefy i in., 2015). Przychody firmy są także przyjmowane jako operacjonalizacji biurokracji (Broschak, 2004; Larwood i in., 1995; X. Lin i Germain, 2003), złożoności (Larwood i in., 1995; Leiblein i Madsen, 2009), zasobów (Cycyota i Harrison, 2006; Das i Teng, 1998; Fong i in., 2010; Leiblein i Madsen, 2009; Schuler i in., 2002) czy legitymizacji (Cycyota i Harrison, 2006; Leiblein i Madsen, 2009; Wright i in., 2002). To powszechna zmienna, która w wielu badaniach organizacyjnych znajduje zastosowanie. Na ryzyko strategiczne podejmowane przez dyrektora mogą także wpływać **wyniki finansowe** firmy. Aby uwzględnić wpływ wyników firmy na podejmowanie decyzji, uwzględniono w zmiennych kontrolnych zwrot z aktywów (ROA). Niektórzy badacze sugerują negatywny związek między wynikami a podejmowaniem ryzyka (np. Bowman, 1980, McNamara i Bromiley, 1999, Wiseman i Bromiley, 1991), o czym pisano w rozdziale 1. ROA

jest często stosowanym miernikiem wyników finansowych, co znacznie ułatwia porównywalność rezultatów badań.

Ostatnie grupa zmiennych kontrolnych ma charakter techniczny i jest związana z dążeniem do kontroli wszelkich potencjalnych kwestii dotyczących korelacji czasowej, co stanowi problem w przypadku danych panelowych, gdy zmienność przekrojowa jest znacznie większa niż zmienność w czasie (Certo i Semadeni, 2006). W tym celu uwzględniono zmienne zerojedynkowe dla każdego roku w badaniu.

Wszystkie zmienne niezależne i zmienne kontrolne są opóźnione o rok. Zapewnia to również czasową separację i łagodzi potencjalną odwrotną przyczynowość (Souder i Bromiley, 2017). Tabela 20 zawiera podsumowanie sposobu pomiaru zmiennych.

Tabela 20. Zmienne i ich mierniki w modelu badawczym

Lp.	Nazwa zmiennej	Charakter zmiennej	Miernik	Przykłady zastosowania
1.	Ukierunkowanie na promocję	Zmienna niezależna	liczba słów ukierunkowanych na promocję, dzielona przez całkowitą liczbę słów z listu do akcjonariuszy	Murthy, Gul i Yao (2023); Gamache, McNamara, Mannor i Johnson (2015).
2.	Ukierunkowanie na prewencję	Zmienne niezależna	liczba słów ukierunkowanych na prewencję, dzielona przez całkowitą liczbę słów z listu do akcjonariuszy	Murthy, Gul i Yao (2023); Gamache, McNamara, Mannor i Johnson (2015).
3.	Strategiczne ryzyko menedżerskie	Zmienna zależna	logarytm naturalny sumy zadłużenia długoterminowego, wydatków na badania i rozwój oraz CAPX	Resick, Nadkarni, Chu, Chen, Lien, Margolis i Shao (2023); Gómez-Mejía, Neacsu i Martin (2019).
4.	Wynagrodzenie stałe	Zmienna moderująca	roczne wynagrodzenie podstawowe	Scoresby, Withers i Ireland (2021)
5.	Wynagrodzenie motywujące	Zmienna moderująca	roczne premie	Scoresby, Withers i Ireland (2021)
6.	Staż dyrektora generalnego	Zmienna kontrolna na poziomie indywidualnym	liczba lat, przez które dyrektor posiadał tytuł w badanej spółce	Benischke, Martin, Gómez-Mejía i Ljubownikow (2020); Lee i Moon (2016).
7.	Własność dyrektora generalnego w spółce	Zmienna kontrolna na	stosunek liczby wyemitowanych akcji posiadanych przez	Campbell, Jeong i Graffin (2019);

Lp.	Nazwa zmiennej	Charakter zmiennej	Miernik	Przykłady zastosowania
		poziomie indywidualnym	dyrektora generalnego do całkowitej liczby wyemitowanych akcji firmy	Zolotoy, O'Sullivan, Martin i Veeraraghavan (2019)
8.	Wiek dyrektora generalnego	Zmienna kontrolna na poziomie indywidualnym	różnica między rokiem badania a rokiem urodzenia dyrektora generalnego	Matta i Beamish (2008); Benischke, Martin i Glaser (2019); Kish-Gephart i Campbell (2015); Martin (2013); Gamache (2015); Campbell, Jeong i Graffin (2019); Lee i Moon (2016); Patel (2018); Zolotoy, O'Sullivan, Martin i Veeraraghavan (2019); Lewellyn (2018); Devers, McNamara, Wiseman i Arrfelt (2008)
9.	Płeć dyrektora generalnego	Zmienna kontrolna na poziomie indywidualnym	zmienna zerojedynkowa („1” - mężczyzną; „0” - kobieta).	Benischke, Martin i Glaser (2019); Kish-Gephart i Campbell (2015); Devers, McNamara, Wiseman i Arrfelt (2008)
10.	Zmiana dyrektora	Zmienna kontrolna na poziomie indywidualnym	zmienna zerojedynkowa („1” – nastąpiła zmiana; „0” – brak zmiany)	Martin, Gómez-Mejía i Wiseman (2013); Gamache, McNamara, Mannor i Johnson (2015); Jiang, Wang, Chu i Zheng, 2020 (2020)
11.	Wielkość firmy	Zmienna kontrolna na poziomie organizacyjnym	logarytm naturalny przychodu	Olson, Parayitam, Skousen i Skousen (2018); Zakaria, Fernandez i Schneper (2017).
12.	Wyniki firmy	Zmienna kontrolna na poziomie organizacyjnym	ROA	Shaikh, Drira i Hassine (2019); Malhotra, Reus, Zhu i Roelofsen (2018).

Źródło: opracowanie własne.

4.4. Analiza danych

4.4.1. Metoda analizy

W naukach o zarządzaniu w badaniach empirycznych najczęściej stosowane są dane przekrojowe, które stanowią obserwacje zjawiska na różnych podmiotach, czynione w tym samym momencie. W tej pracy zastosowano **dane panelowe**, które obejmują miary zmiennych zależnych, niezależnych i kontrolnych dla każdej jednostki w wielu punktach w czasie (Certo i Semadeni, 2006) i związane z tym typem danych tzw. badania podłużne (*longitudinal studies*)⁷². Dane panelowe stanowią szczególny przypadek prób przekrojowo-czasowych, gdyż dysponuje się w nich szeregiem różnych prób przekrojowych dla kolejnych momentów. Są to obserwacje statystyczne dotyczące ustalonej grupy badanych jednostek, w kolejnych momentach. Tworzą więc szeregi czasowe danych dla stałej próby przekrojowej. W ten sposób dostarczają one sekwencyjnych obserwacji dla konkretnych jednostek dla wielu okresów. Pozwala to na rozróżnienie efektów indywidualnych od efektów powodowanych przez czynniki zewnętrzne – możliwe staje się kontrolowanie wpływu indywidualnego, wewnętrznego zróżnicowania jednostek (Muszyńska, 2006).

Dane panelowe można stosować do testowania zarówno hipotez statycznych, jak i dynamicznych⁷³. W tej pracy przyjęto propozycje badawcze o charakterze statycznym, typowym dla badań w zarządzaniu strategicznym. Chociaż można je testować zarówno wykorzystując dane przekrojowe, jak i panelowe, zdecydowano o zastosowaniu danych panelowych. Wynika to z kilku istotnych zalet takiego typu danych w porównaniu z danymi przekrojowymi. Po pierwsze, dane panelowe wiążą się z większą zmiennością i mniejszą współliniowością zmiennych. Po drugie, wiele okresów w danych panelowych zapewnia większą liczbę stopni swobody. Po trzecie i najważniejsze z punktu widzenia tworzenia teorii, dane panelowe umożliwiają kontrolowanie heterogeniczności jednostek (Baltagi, 1995). Heterogeniczność ta oznacza, że nie wszystkie jednostki w próbie są sobie równe. Jest to teza

⁷² W polskiej literaturze nie ma zgody co do tłumaczenia. Antoni Sułek proponuje nazywać je „badaniami wzdłuż czasu” lub krócej „badaniami wzdłużnymi” (Sułek, 2005).

⁷³ Hipotezy dynamiczne dotyczą zmian zmiennej w czasie w różnych warunkach. Przykłady teorii w zarządzaniu strategicznym, na podstawie których najczęściej generowane są dynamiczne propozycje to teoria dynamiki konkurencji (Gimeno, 1999) i teoria uczenia się (Levinthal i March, 1993). Hipotezy statyczne opisują natomiast wpływ aktualnego poziomu zmiennej niezależnej bez odniesienia do jej poprzednich wartości lub procesu czasowego. Przykłady teorii, które testują przede wszystkim statyczne tezy, obejmują teorię agencji (Jensen i Meckling, 1976) i teorię wyższych szczebli (Hambrick i Mason, 1984).

szczególnie istotna w kontekście podejścia zasobowego (Peteraf, 1993), w którym podstawą badań nad strategią firm jest odkrycie ich heterogeniczności, wyrażonej w ich specyficznych zdolnościach i kompetencjach. Innymi słowy, jednym z głównych celów badań nad strategią jest zrozumienie unikatowych cech firm, które prowadzą do poprawy ich wyników. Zgodnie z tą perspektywą, modelowanie heterogeniczności firm pozwala badaczom rozluźnić ograniczenie, co do faktu, że wszystkie firmy w próbie są równe. Mówiąc prościej, dane panelowe pomagają wykluczyć alternatywne wyjaśnienia. W zakresie, w jakim badacze są w stanie je wykluczyć, testy teorii są uważane za bardziej wiarygodne (Cook i Campbell, 1979).

Modele szacowane na podstawie danych panelowych tworzą grupę tzw. modeli z dekompozycją (*error component regression models*), nazywanych krótko modelami panelowymi. W tej pracy zastosowano model z dekompozycją przestrzenną (*one-way error component regression model*), określany także jako model błędu jednokierunkowego lub model jednoczynnikowy⁷⁴. Budowa modeli błędu jednokierunkowego oparta jest na założeniu, że jednostki badania (grupy jednostek) różnią się od siebie pewnymi charakterystykami, które dla konkretnego podmiotu pozostają stałe w czasie.

Liniowy model jednoczynnikowy można więc zapisać następująco:

$$y_{it} = \alpha + x_{it}\beta + u_{it}, \quad \text{dla } i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

$$u_{it} = \mu_i + v_{it}$$

Gdzie:

- i, t – indeksy oznaczające odpowiednio jednostkę badania i czas,
- x_{it} – wektor obserwacji na zmiennych egzogenicznych,
- α, β – parametry strukturalne modelu,
- u_{it} – składnik losowy modelu,
- μ_i – nieobserwowalny i nieuwzględniony w równaniu regresji efekt indywidualny właściwy dla danej jednostki badania,
- v_{it} – pozostała, czysto losowa część składnika losowego.

⁷⁴ Drugim rodzajem modeli panelowych wykorzystywanych w badaniach empirycznych są modele z dekompozycją przestrzenną i czasową (*two-way error component regression model*), nazywane modelami błędu dwukierunkowego albo modelami dwuczynnikowymi. Wybór między modelami jedno- i dwuczynnikowymi jest uwarunkowany celem prowadzonego badania.

Zależnie od sposobu traktowania efektów indywidualnych⁷⁵, jako zmienne losowe lub jako wielkości nielosowe, w grupie modeli błędu jednokierunkowego można wyróżnić modele efektów stałych i modele efektów zmiennych. Pierwsze z nich bazują na założeniu, że efekty grupowe mają charakter stałych parametrów. Ze względu na powyższe założenie modele te nazywane są także modelami ze sztucznymi zmiennymi lub modelami z dekompozycją wyrazu wolnego. Modele efektów zmiennych określa się z kolei w literaturze terminem modeli ze składnikami błędu lub modeli z dekompozycją składnika losowego. Opierają się one na założeniu, że efekty grupowe są zmienną losową o znanym rozkładzie.

Założenie o stałości efektów grupowych i czasowych lub o ich losowości pociąga za sobą konsekwencje w doborze metody estymacji parametrów modelu, a także dalszych możliwości wnioskowania. Z tego względu niezbędne jest przeprowadzenia testów, których celem jest weryfikacja przyjętych założeń o stałości lub losowości efektów grupowych i czasowych, a tym samym wybór właściwej metody estymacji modelu. Właściwym dla modelu w tej pracy jest **test Hausmana**, który estymuje model z efektami stałymi oraz model z efektami zmiennymi i porównuje ze sobą wyestymowane współczynniki. Jeśli są od siebie różne w sposób statystycznie istotny, to znaczy, że założenie o efektach stałych nie było słuszne.

Do analizy danych panelowych w tej pracy zastosowano STATA 18.0. Do estymacji modelu danych panelowych wykorzystano komendę *xtreg*. Test Hausmana wywołano komendą *xthausman*. Zastosowano test specyfikacji Hausmana (1978) dla regresji dla każdej hipotezy i stwierdzono, że modele z efektami stałymi były odpowiednie dla wszystkich regresji ($\chi^2 = 54,44$, $p < .001$)⁷⁶. W związku z tym wszystkie analizy zostały oszacowane za pomocą funkcji "xtreg" w STATA z opcją efektów stałych ("fe"). Pomimo potencjalnych korzyści płynących z zastosowania modelu efektów losowych, istnieje wystarczająca zmienność w firmach, aby przeprowadzić analizę efektów stałych ze względu na coroczną obserwację zmiennej niezależnej, która uwzględnia zarówno zmienność w wyrażaniu ukierunkowania regulacyjnego

⁷⁵ Ponieważ efekt indywidualny może wynikać z przynależności jednostki do i-tej grupy często bywa również określany terminem efekt grupowy.

⁷⁶ Po oszacowaniu modeli efektów stałych i losowych za pomocą polecenia "xtreg" z opcjami odpowiednio "fe" i "re" należy odpowiednio zastosować polecenie "hausman" dla wyników regresji efektów stałych i losowych. Stata poda następnie statystykę testu Hausmana i powiązaną z nią wartość p. Hipoteza zerowa testu Hausmana mówi, że estymator efektów losowych jest spójny i efektywny, podczas gdy hipoteza alternatywna mówi, że estymator efektów stałych jest spójny i efektywny. Interpretacja testu Hausmana polega na porównaniu wartości p z wybranym poziomem istotności (np. 0,05). Jeśli wartość p jest mniejsza niż wybrany poziom istotności, można odrzucić hipotezę zerową i dojść do wniosku, że model efektów losowych jest niespójny i nieefektywny i należy zastosować model efektów stałych. I odwrotnie, jeśli wartość p jest większa niż wybrany poziom istotności, nie można odrzucić hipotezy zerowej i można preferować model efektów losowych.

u tej samej osoby w czasie, jak i ze względu na zmiany dyrektora w firmach. Uwzględniono również stałe efekty roku przy użyciu zmiennych zerojedynkowych, aby uwzględnić potencjalny efekt korelacji czasowej (Certo i Semadeni, 2006).

Potencjalną obawą związaną z danymi w tej pracy jest to, że dobór próby koncentrował się na firmach, które mogły doświadczać zmiany osoby na stanowisku dyrektora w okresie objętym badaniem. Aby skorygować tę potencjalną obawę, przeprowadzono **dwuetapową estymację Heckmana**, którą uważa się za skuteczną metodą wykrywania i łagodzenia endogeniczności wywołanej próbą⁷⁷. W ramach procedury obliczono odwrotny współczynnik Millsa (IMR) za pomocą komendy *xtprobit* w STATA, aby kontrolować endogeniczność wywołaną próbą (Heckman, 1979). IMR następnie uwzględniono jako zmienną kontrolną w kolejnych modelach regresji.

4.4.2. Rezultaty analizy

Tabela 21 przedstawia statystyki opisowe dla zmiennych, a tabela 22 korelacje Pearsona. Statystyki opisowe i korelacje są generalnie zgodne z oczekiwaniami. Dyrektorzy generalni w ostatecznej próbie mieli średnio 58 lat (zakres od 38 do 79 lat), 11 lat na obecnym stanowisku z zakresem od 1 do 33 lat, a 97% stanowili mężczyźni. Własność menedżerska spółek wynosiła średnio 6% z zakresem od 0 do 82%.

Tabela 21. Statystyki opisowe zmiennych

L.p.	Zmienne	Liczba obserw.	Średnia	Odch. stand.	Min.	Maks.
1.	Ukierunkowanie na promocję	854	1,65	0,75	0	5,08
2.	Ukierunkowanie na prewencję	854	0,34	0,30	0	1,69
3.	Wynagrodzenia dyrektorów w tys. PLN	648	1312	1740	0	13360
4.	Premie dyrektorów w tys. PLN	650	1418	4626	0	68855
5.	Strategiczne ryzyko menedżerskie	888	18,33	4,28	0	26,93
6.	Zmiana dyrektora	890	0,54	0,50	0	1
7.	Wynik firmy (ROA)	882	0,01	0,86	-24,32	0,54
8.	Udział dyrektora we własności	854	0,06	0,14	0,00	0,82
9.	Płeć dyrektora	853	0,97	0,16	0	1
10.	Wiek dyrektora	344	58	8,13	38	79

⁷⁷ Dwuetapowa metoda estymacji została zapoczątkowana przez Jamesa J. Heckmana w jego przełomowym artykule z 1979 roku, za który otrzymał Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii. Ma na celu wsparcie badaczy w identyfikacji i łagodzeniu potencjalnych źródeł błędów selekcji.

L.p.	Zmienne	Liczba obserw.	Średnia	Odch. stand.	Min.	Maks.
11.	Czas sprawowania funkcji dyrektora generalnego	826	11,56	7,32	1	33
12.	Przychody w tys. PLN	888	21500000	87200000	-1969283	74200000 0

Źródło: badania własne.

W tabeli 22 zawarto współczynniki korelacji Personna dla wszystkich zmiennych. Zgodnie z wcześniejszymi badaniami (Gamache i in., 2015; Lanaj i in., 2012 i Scoresby in., 2021), stwierdzono słabą korelację między ukierunkowaniem na promocji a ukierunkowaniem na prewencję ($r = -0,02$; ns.). Potwierdza to zatem twierdzenie, że są to dwa różne konstrukty. W tabeli nie przedstawiono statystyk dla zerojedynkowych zmiennych dotyczących lat.

Tabela 22. Macierz korelacji Pearsona

L.p.	Zmienne	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.	Ukierunkowanie na promocję	1,00										
2.	Ukierunkowanie na prewencję	-0,02	1,00									
3.	Wynagrodzenia dyrektorów w tys. PLN	-0,01	-0,04	1,00								
4.	Premie dyrektorów w tys. PLN	-0,09*	-0,06	0,67**	1,00							
5.	Strategiczne ryzyko menedżerskie	0,14**	-0,03	0,59**	0,39**	1,00						
6.	Zmiana dyrektora	-0,09*	0,04	0,19**	0,16**	0,20**	1,00					
7.	Wynik firmy (ROA)	0,09*	-0,02	-0,06	0,04	0,20**	-0,06	1,00				
8.	Udział dyrektora we własności	-0,17**	-0,09*	-0,18**	-0,10*	-0,23**	-0,33**	0,02	1,00			
9.	Płeć dyrektora	0,11**	-0,03	0,04	0,04	0,05	-0,01	0,00	-0,05	1,00		
10.	Wiek dyrektora	-0,10	0,01	0,29**	0,22**	0,13*	-0,21**	0,00	0,19**	0,02	1,00	
11.	Czas sprawowania funkcji dyrektora generalnego	0,10**	-0,04	-0,13**	-0,10*	-0,21**	-0,72**	0,07*	0,33**	0,07*	0,3**	1,00
12.	Dochody w tys. PLN	-0,08*	-0,07	0,71**	0,54**	0,40**	0,17**	0,01	-0,10**	0,04*	0,16**	-0,09*

**p<0,01; * p<0,05

Źródło: badania własne.

Tabela 23 przedstawia wyniki analizy statystycznej dla wszystkich modeli. W statystykach modeli zawarto informację na temat R^2 . R^2 *within* związane jest z wariancją wewnątrz grupy. Statystyka R^2 *between* opisuje relacje wariancji w przestrzeni pomiędzy grupami. W przypadku tych badań, to właśnie R^2 *between* jest najbardziej interesującą statystyką. Odpowiada ona na pytanie, jak dobrze przy użyciu zmiennych objaśniających (w tym m.in. ukierunkowania regulacyjnego i wynagrodzenia oraz premii) można wyjaśnić strategiczne ryzyko menedżerskie. Okazuje się, że w blisko 60%. Statystyka R^2 *overall* jest ważonym uśrednieniem tych dwóch statystyk i nie bardzo poddaje się interpretacji innej niż intuicyjna.

Z modeli zostały wyłączone automatycznie w ramach funkcji *xtreg, fe*, zmienne kontrolne: zmiana dyrektora, płeć dyrektora oraz wiek dyrektora, ze względu na nadmierną współliniowość⁷⁸.

Model 1 obejmuje zmienne wykorzystane w dalszych modelach do zbadania zakładanego efektu moderacji, tj. wynagrodzenie oraz premie oraz zmienne kontrolne. Statystycznie istotne predykatory to wynagrodzenie dyrektorów ($\beta = -0,388$, $p = 0,001$) oraz ich premie roczne ($\beta = 0,413$, $p < 0,001$), okres sprawowania funkcji dyrektora generalnego ($\beta = -0,278$, $p = 0,04$) przychody (log) ($\beta = -1,028$, $p = 0,05$). Brak statystycznej istotności wykazano w przypadku wpływu ROA na strategiczne ryzyko menedżerskie ($\beta = -0,211$, $p = 0,795$). Model 2 testuje związek między ukierunkowaniem regulacyjnym dyrektora a wzrostem strategicznego ryzyka menedżerskiego. Hipoteza 1 stwierdza, że ukierunkowanie dyrektora na promocję ma pozytywny związek ze wzrostem strategicznego ryzyka menedżerskiego. Związek ten okazał się być dodatni i istotny statystycznie ($\beta = 0,322$, $p < 0,001$), co potwierdza hipotezę 1. Zgodnie z hipotezą 2, ukierunkowanie dyrektora na prewencję ma negatywny związek ze wzrostem strategicznego ryzyka menedżerskiego ($\beta = -0,137$, $p < 0,007$), co na tym etapie oznacza poparcia dla hipotezy 2.

Model 3 testuje hipotezy 3 i 4 dotyczące tego, w jaki sposób wynagrodzenie motywacyjne (premia) moderuje podstawowy związek w modelu. Zgodnie z hipotezą 3, im wyższe wynagrodzenie motywacyjne dyrektora generalnego tym bardziej będzie ono osłabiało pozytywny związek między jego ukierunkowaniem na promocję a strategicznym ryzykiem menedżerskim. Natomiast, zgodnie z hipotezą 4, wysokie wynagrodzenie motywacyjne będzie

⁷⁸ Współliniowość oznacza sytuację, w której predykatory wprowadzane do modelu regresji są ze sobą silnie skorelowane i taka sytuacja powoduje „pogorszenie się” parametrów modelu.

pozytywnie moderować negatywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na prewencję a wzrostem ryzyka. Model 3 testuje moderację premii dla dyrektorów na związek między ukierunkowaniem dyrektora na promocję a wzrostem strategicznego ryzyka menedżerskiego. Wpływ tej zmiennej interakcyjnej okazał się być istotny statystycznie ($\beta = 0,134$, $p = 0,041$), jednak wbrew oczekiwaniom, jest dodatni, co zaprzecza hipotezie 3. Druga moderacja w modelu 3 dotyczy wpływu zmiennej interakcyjnej dla ukierunkowania na prewencję dyrektora i jego premii. Wpływ ten w badaniach jest także istotny statystycznie ($\beta = 0,099$, $p = 0,042$) i zgodnie z oczekiwaniami jest dodatni. Model 3 potwierdza zatem zarówno hipotezę 3, jak i 4.

Model 4 testuje hipotezy 5 i 6, które rozważają wpływ stałego wynagrodzenia dyrektora na związek między odpowiednim ukierunkowaniem regulacyjnym dyrektora a wzrostem strategicznego ryzyka menedżerskiego. Zgodnie z hipotezą 5, wysokie wynagrodzenie dyrektora generalnego pozytywnie moderuje związek między jego ukierunkowaniem na promocję a wzrostem ryzyka, natomiast hipoteza 6 stwierdza, że wysokie stałe wynagrodzenie dyrektora będzie negatywnie moderować związek między ukierunkowaniem dyrektora na prewencję a wzrostem strategicznego ryzyka menedżerskiego. Związek pierwszej zmiennej interakcyjnej okazał się być ujemny i statystycznie istotny ($\beta = -0,089$, $p = 0,04$). Kierunek wpływu interakcji jest zatem przeciwny do przewidywanego w hipotezie 5. Podobnie, wpływ drugiej zmiennej interakcyjnej okazał się być ujemny i istotnie statystyczne ($\beta = -0,209$, $p = 0,004$), co jest zgodne z hipotezą 6. Wyniki analizy modelu 4 nie potwierdzają zatem hipotezy 5, ale potwierdzają hipotezę 6.

Model 5 jest kompletnym modelem pokazującym wszystkie hipotetyczne związki i interakcje. Co bardzo ważne wszystkie zależności okazały się statystycznie istotne. Nie wszystkie jednak osiągnęły kierunek wpływu zgodny z przewidywaniami w hipotezach. Mianowicie, wyniki testowania są zgodne z oczekiwaniami hipotez: 1, 2, 4 i 6. Nie powiodło się natomiast potwierdzenie kierunku wpływu w hipotezach 3 i 5. Podsumowanie zawiera rysunek 12 i tabela 24.

Tabela 23. Wpływ ukierunkowania regulacyjnego dyrektorów generalnych na strategiczne ryzyko menedżerskie

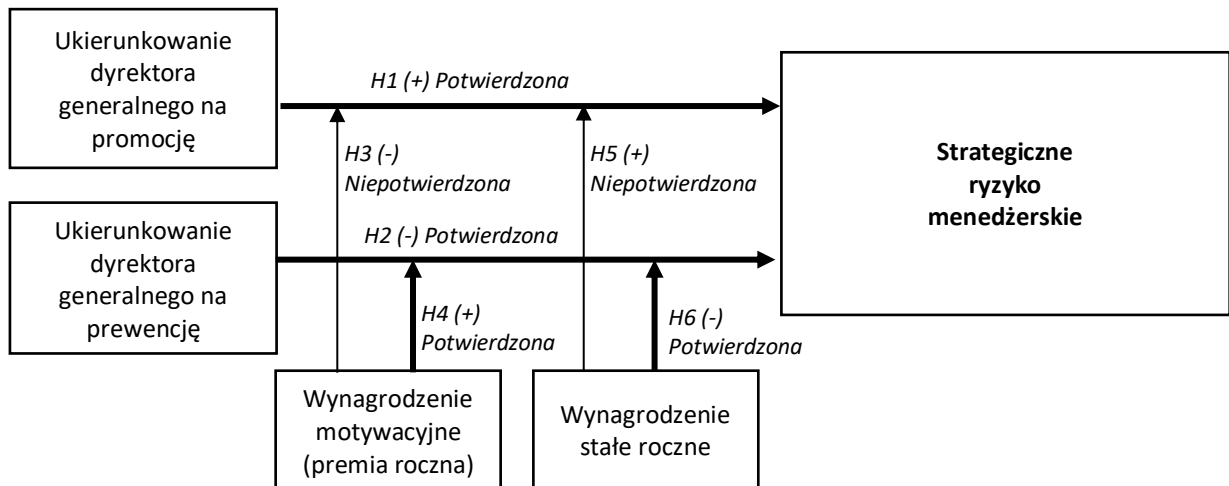
Zmienne	Model 1			Model 2			Model 3			Model 4			Model 5		
	β	Błąd stand	P> t	β	Błąd stand	P> t	β	Błąd stand	P> t	β	Błąd stand	P> t	β	Błąd stand	P> t
Ukierunkowanie na promocję				0,322***	0,063	0,000	0,322***	0,064	0,000	0,337***	0,063	0,000	0,364***	0,064	0,000
Ukierunkowanie na prewencję				-0,137**	0,056	0,014	-0,138**	0,057	0,016	-0,136**	0,056	0,016	-0,167**	0,057	0,004
Ukierunkowanie na promocję x wynagrodzenie										-0,089*	0,062	0,04	-0,181*	0,074	0,014
Ukierunkowanie na prewencję x wynagrodzenie										-0,209**	0,073	0,004	-0,287***	0,080	0,000
Ukierunkowanie na promocję x premia							0,134*	0,071	0,041				0,176*	0,086	0,040
Ukierunkowanie na prewencję x premia							0,099*	0,072	0,042				0,197*	0,085	0,021
Wynagrodzenie (ln)	-0,388**	0,116	0,001	-0,633***	0,123	0,000	-0,636***	0,124	0,000	-0,752***	0,128	0,000	-0,848***	0,133	0,000
Premia (ln)	0,413***	0,069	0,000	0,496***	0,069	0,000	0,497***	0,074	0,000	0,526***	0,071	0,000	0,610***	0,079	0,000
<i>Zmienne kontrolne</i>															
ROA	-0,211	0,810	0,795	-0,824	0,810	0,310	-0,806	0,826	0,330	-0,890	0,805	0,270	-0,925	0,815	0,257
Własność dyrektora	0,337	0,186	0,070	0,311	0,181	0,087	0,312	0,182	0,087	0,313	0,180	0,083	0,310	0,179	0,085
Okres sprawowania funkcji	-0,278*	0,135	0,040	-0,327*	0,132	0,014	-0,325*	0,133	0,015	-0,315*	0,132	0,017	-0,310*	0,132	0,019
Przychody (ln)	-1,028*	0,523	0,050	-2,294***	0,570	0,000	-2,280***	0,596	0,000	-2,666***	0,580	0,000	-2,988***	0,611	0,000
IMR	-6,59***	0,832	0,000	-9,20***	0,960	0,000	-9,17***	1,007	0,000	-10,00***	0,987	0,000	-10,56***	1,046	0,000
y_2	-0,807	0,249	0,001	-0,932	0,247	0,000	-0,934	0,248	0,000	-0,891	0,245	0,000	-0,869	0,245	0,000
y_3	-0,844	0,243	0,001	-0,909	0,239	0,000	-0,911	0,240	0,000	-0,855	0,238	0,000	-0,824	0,237	0,001
y_4	-0,833	0,236	0,000	-0,940	0,234	0,000	-0,941	0,234	0,000	-0,925	0,232	0,000	-0,893	0,232	0,000
y_5	-0,689	0,237	0,004	-0,776	0,233	0,001	-0,776	0,234	0,001	-0,767	0,232	0,001	-0,734	0,231	0,002

Zmienne	Model 1			Model 2			Model 3			Model 4			Model 5		
	β	Błąd stand	P> t	β	Błąd stand	P> t	β	Błąd stand	P> t	β	Błąd stand	P> t	β	Błąd stand	P> t
y_6	-0,774	0,237	0,001	-0,912	0,235	0,000	-0,913	0,236	0,000	-0,881	0,234	0,000	-0,845	0,233	0,000
y_7	-0,885	0,232	0,000	-0,996	0,232	0,000	-0,995	0,233	0,000	-0,966	0,230	0,000	-0,910	0,230	0,000
y_8	-0,634	0,230	0,006	-0,740	0,228	0,001	-0,739	0,230	0,001	-0,761	0,226	0,001	-0,698	0,227	0,002
y_9	-0,521	0,238	0,029	-0,618	0,236	0,009	-0,618	0,238	0,010	-0,605	0,235	0,010	-0,544	0,235	0,021
y_10	-0,081	0,263	0,758	-0,068	0,261	0,793	-0,071	0,262	0,787	-0,046	0,260	0,859	-0,015	0,259	0,954
Stała	24,18***	0,654	0,000	26,11***	0,737	0,000	26,09***	0,766	0,000	26,65***	0,751	0,000	27,03***	0,787	0,000
Liczba obserwacji	631			631			631			631			631		
Liczba grup	87			87			87			87			87		
R2 within	0,292			0,329			0,329			0,343			0,351		
R2 between	0,542			0,597			0,596			0,561			0,595		
R2 overall	0,417			0,462			0,462			0,452			0,473		

***p<0,001, **p<0,01, *p<0,05. Testy jednoogonowe dla zmiennych w hipotezach, testy dwuogonowe dla zmiennych kontrolnych.

Uwaga: zmienne kontrolne: zmiana dyrektora, płeć dyrektora oraz wiek dyrektora zostały wyłączone z modelu ze względu na współliniowość.

Źródło: badania własne.



*Pogrubione linie oznaczają potwierdzone związki

Rysunek 12. Rezultaty testowania hipotez w modelu badawczym

Źródło: opracowanie własne

Tabela 24. Wynik testowania hipotez badawczych

L.p.	Hipotezy	Wynik statystyczny	Wynik testu
1.	Ukierunkowanie na promocję dyrektora generalnego wpływa pozytywnie na strategiczne ryzyko menedżerskie.	$\beta = 0,36$ $p < 0,001$	Hipoteza potwierdzona
2.	Ukierunkowanie na prewencję dyrektora generalnego wpływa negatywnie na strategiczne ryzyko menedżerskie.	$\beta = -0,17$ $p < 0,01$	Hipoteza potwierdzona
3.	Przyznanie warunkowego komponentu wynagrodzenia (premia roczna) dyrektorom generalnym spółek publicznych w Polsce negatywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że pozytywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie słabł wraz ze wzrostem wynagrodzenia motywacyjnego.	$\beta = 0,18$ $p < 0,05$	Hipoteza niepotwierdzona
4.	Przyznanie warunkowego komponentu wynagrodzenia (premia roczna) dyrektorom generalnym spółek publicznych w Polsce pozytywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że negatywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie słabł wraz ze wzrostem wynagrodzenia motywacyjnego.	$\beta = 0,20$ $p < 0,05$	Hipoteza potwierdzona
5.	Stale wynagrodzenie dyrektorów generalnych spółek publicznych w Polsce pozytywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że pozytywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na promocję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie się wzmacniał wraz ze wzrostem stałego wynagrodzenia.	$\beta = -0,18$ $p < 0,05$	Hipoteza niepotwierdzona

L.p.	Hipotezy	Wynik statystyczny	Wynik testu
6.	<i>Stałe wynagrodzenie dyrektorów generalnych spółek publicznych w Polsce negatywnie wpływa na zależność między ich ukierunkowaniem na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim, co oznacza, że negatywny związek między ukierunkowaniem dyrektora generalnego na prewencję a podejmowanym strategicznym ryzykiem menedżerskim będzie się wzmacniał wraz ze wzrostem stałego wynagrodzenia.</i>	$\beta = -0,29$ $p < 0,001$	Hipoteza potwierdzona

Źródło: badania własne.

Przeprowadzone badania potwierdziły bezpośredni wpływ ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych na podejmowane przez nich decyzje w imieniu przedsiębiorstwa, wywierające wpływ na wyniki firmy w obszarze strategicznym. Zgodnie z przewidywaniami, **dyrektorzy z ukierunkowaniem na promocję podejmują bardziej ryzykowne decyzje** i tym samym zwiększają ryzyko przedsiębiorstwa. Z kolei **dyrektorzy ukierunkowani na prewencję, poprzez bardziej zachowawcze decyzje, będą dążyć do ograniczenia ryzyka strategicznego**. Te **odkrycia są zbieżne z wynikami badań** przeprowadzonych przez Gamache (2015), który podejmowane strategiczne i ryzykowne decyzje wyraził poprzez liczbę i wartość przejęć, a także przez Scoresby i in. (2021), którzy z kolei jako ryzykowne decyzje przyjęli inwestycje przedsiębiorstwa w badania i rozwój. Badania przeprowadzane w obszarze zarządzania coraz częściej wskazują na dobrą predykcyjność ukierunkowań regulacyjnych jako czynników motywacji dyspozycyjnej menedżerów najwyższego szczebla, co wykazano w podrozdziale 3.5. Badania w tej pracy wpisują się zatem w ten nowy i coraz bardziej zyskujący na znaczeniu nurt badawczy na świecie.

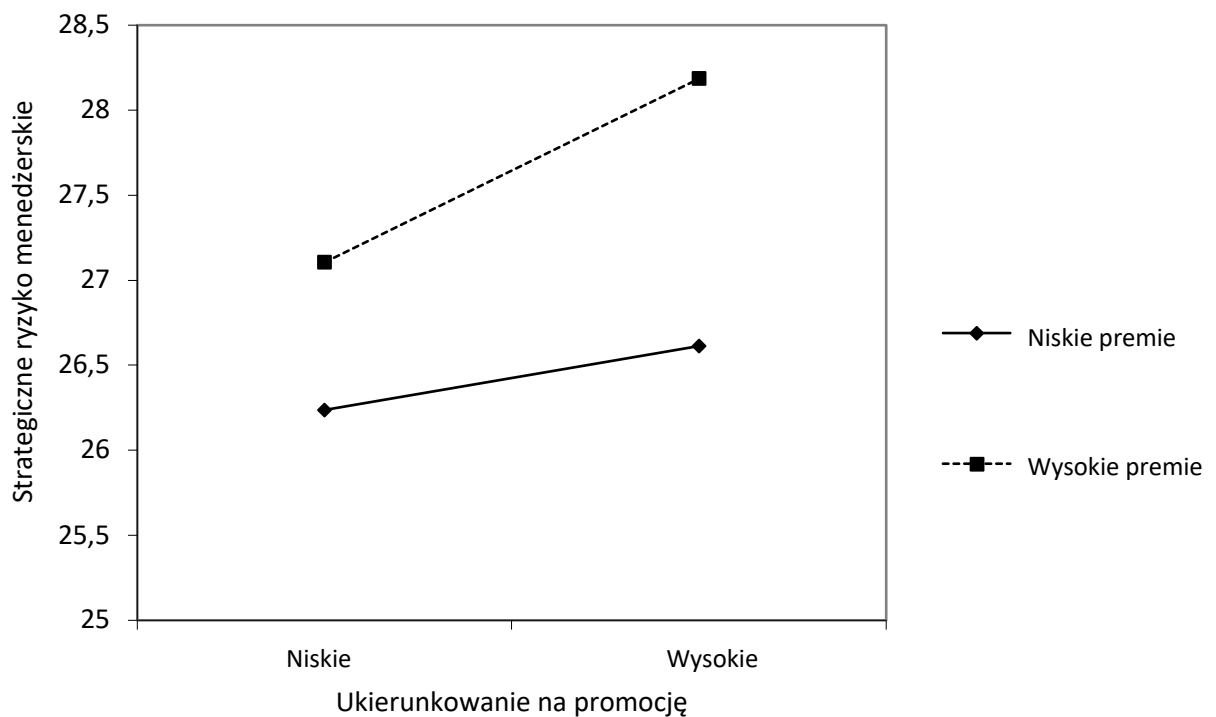
Szczególnie ważne w przyjętym modelu są związki interakcyjne, czyli efekty moderacyjne, zmiennych związanych z zewnętrznym systemem motywacji menedżerów, mianowicie wynagrodzenia stałego (niezależnym od wyników firmy, przynajmniej w krótkim okresie) oraz premie roczne, których uzyskanie jest zazwyczaj warunkowane osiągnięciem wzrostu określonych wyników spółki. Przed analizą wyników badań w tym zakresie warto ocenić wyniki dotyczące bezpośredniego wpływu obydwu zmiennych na strategiczne ryzyko menedżerskie. We wszystkich modelach osiągnięto **ujemny wpływ wynagrodzeń stałych na ryzyko** (w modelu 5, $\beta = -0,85$; $p < 0,001$), **natomiast dodatni premii rocznych** (w modelu 5, $\beta = 0,61$; $p < 0,001$). Podobny wynik badań uzyskano w badaniach Gamache (2015) (w przypadku ryzykownej decyzji wyrażonej poprzez wartość dokonanych przejęć) oraz w badaniach Scoresby i in. (2021). Wynik ten potwierdza ogólne założenia teorii agencji i behawioralnego

modelu agencji wskazujących na **konieczność tworzenia dodatkowych systemów motywacyjnych dyrektorów generalnych zależnych od wyników firmy**. Wskazuje to zatem na potrzebę tworzenia bardziej złożonych programów motywacyjnych obejmujących różne komponenty. Można również z tego wnioskować, że **wysokie pensje dyrektorów generalnych oparte na stałym wynagrodzeniu**, często niewyobrażalne dla przeciętnego śmiertelnika, **wcale nie muszą prowadzić do wzrostu efektywności zarządzanych przez nich spółek**. Aspekt ten jest szczególnie szeroko omawiany w Stanach Zjednoczonych, zwłaszcza od czasów globalnego kryzysu finansowego, kiedy to odkryto nie tylko brak związku wysokości wynagrodzeń dyrektorów banków i instytucji finansowych z wynikami, ale także wypłacanie dyrektorom ogromnych pensji i premii w sytuacji katastrofalnej sytuacji finansowej instytucji przez nich zarządzanych (Lehuedé i in., 2012; Bebchuk i in., 2010; Kirkpatrick, 2009). Należy przy tym zaznaczyć, że w przypadku kontynentalnego i azjatyckiego modelu korporacyjnego przeciętnie rozpiętość wynagrodzeń między najwyższym szczeblem zarządzania a resztą pracowników jest znacznie mniejsza niż w przypadku modelu amerykańskiego (Dyvik, 2024)⁷⁹.

W przypadku zmiennej moderującej, jaką jest premia roczna, wyniki przeprowadzonych badań wskazują, że wyższe **premie nie osłabiają pozytywnego związku między ukierunkowaniem na promocję dyrektora generalnego a strategicznym ryzykiem menedżerskim**, czego oczekiwano w modelu koncepcyjnym. Uzasadnieniem tej hipotezy było stwierdzenie, że znaczące wynagrodzenie motywacyjne może motywować dyrektora generalnego ukierunkowanego na promocję, do zmniejszenia wydatków na ryzykowne przedsięwzięcia, wbrew jego naturalnym skłonnościom, w celu wygenerowania krótkoterminowych osobistych korzyści finansowych. W rezultacie wyższe wynagrodzenie motywacyjne negatywnie moderowałoby związek między ukierunkowaniem dyrektora a podejmowanym ryzykiem strategicznym. Brak poparcia tej hipotezy może zaskakiwać, z drugiej strony może wskazywać na dominującą siłę motywacji dyspozycyjnej dyrektorów, nie „zmąconą” dodatkowym bodźcem motywacji sytuacyjnej. Aby bardziej zrozumieć zachowanie badanych menedżerów, przeprowadzono dodatkową analizę polegającą na konstrukcji wykresu interakcji (zob. wykres 3), gdzie wysokie i niskie ukierunkowanie na promocję (oś x) oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej. Podobnie, wysokie i

⁷⁹ Zgodnie z danymi Statista, w 2018 r. Stany Zjednoczone znalazły się na szczycie listy krajów o największej różnicy między wynagrodzeniami prezesów i pracowników. Na każdego dolara amerykańskiego otrzymanego przez przeciętnego pracownika, przeciętny dyrektor generalny zarabiał 265 dolarów amerykańskich, podczas gdy w Niemczech analogiczna kwota wynosiła 136 dolarów, czyli prawie o połowę mniej (Dyvik, 2024).

niskie wynagrodzenie motywacyjne (premia) oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej. Wykres wskazuje, że związek między ukierunkowaniem na promocję a strategicznym ryzykiem menedżerskim jest zawsze pozytywny, jednak jest on znacznie bardziej widoczny w przypadku wysokiego poziomu wynagrodzenia motywacyjnego dla dyrektorów (linia przerywana) niż niskiego poziomu (linia ciągła). Oznacza to, że **wysokie premie jeszcze bardziej wzmocniają wrodzone tendencje dyrektorów ukierunkowanych na promocję**. Problemem dla firmy może być popełnianie błędów (typu I) w wyborze możliwości wzrostu i akceptacja niewłaściwych dla rozwoju firmy opcji strategicznych. Pozostaje zatem pytanie, **czy osiągną w ten sposób wysoki poziom ryzyka strategicznego jest akceptowalny przez radę nadzorczą i akcjonariuszy**.



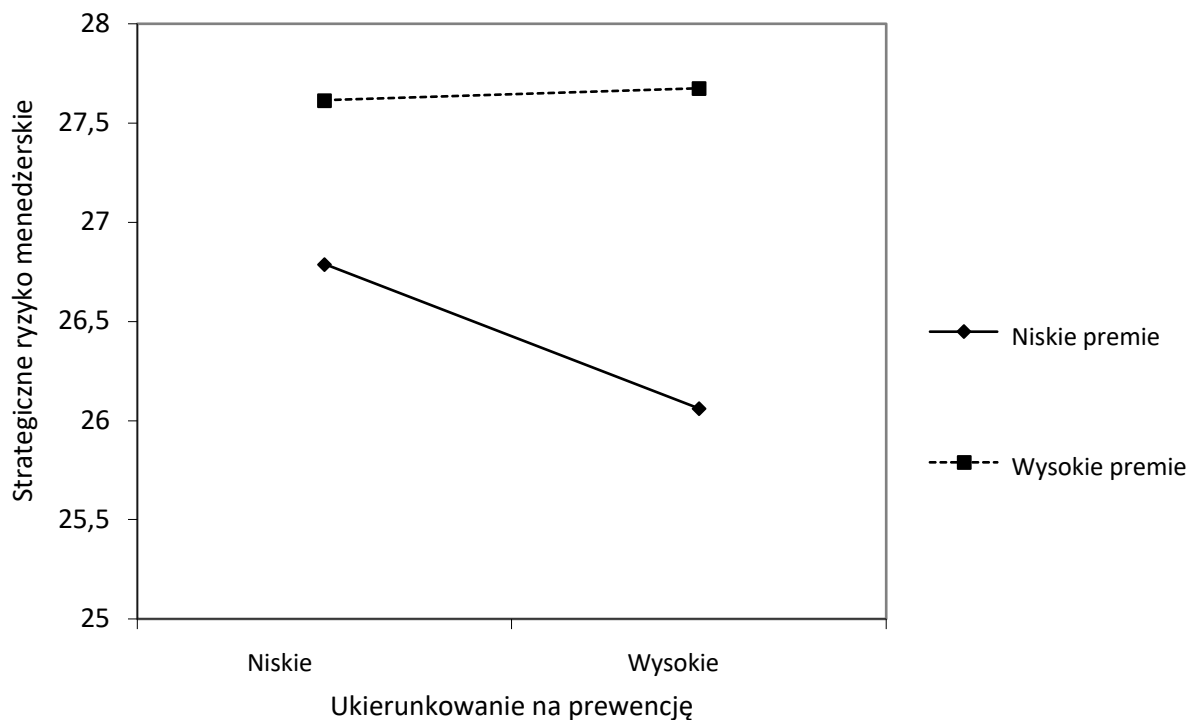
Wykres 3. Ukierunkowanie na promocję i wynagrodzenie motywacyjne dyrektora

Wysokie i niskie ukierunkowanie na promocję (oś x) oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej. Podobnie, wysokie i niskie wynagrodzenie motywacyjne (premie) oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej.

Źródło: badania własne.

W przypadku dyrektorów generalnych ukierunkowanych na prewencję wpływ wynagrodzenia motywacyjnego na związek między jego ukierunkowaniem a strategicznym

ryzykiem menedżerskim jest również dodatni, ale jest to zgodne z oczekiwaniem hipotezy 4. Jak przewidywano, dyrektorzy generalni ukierunkowani na prewencję, wbrew swoim naturalnym skłonnościom, przyjmują zachowania pożądane przez zarząd, aby uniknąć utraty wynagrodzenia motywacyjnego. **Premia wydaje się być zatem skutecznym narzędziem, które można wykorzystać do skłonienia osób ukierunkowanych na prewencję do podejmowania ryzyka.** Bliższa analiza przedstawiona na wykresie 4 wskazuje jednak na ciekawe zjawisko. Mianowicie, pozytywny wpływ premii jest dostrzegalny jedynie w sytuacji wysokich premii (linia przerywana). W przypadku niskich premii zachowania dyrektorów generalnych pozostają zgodne z ich naturalną tendencją, a więc awersyjne wobec ryzyka (linia ciągła). Oznacza to, że **skuteczność premii jako bodźca motywacyjnego przełamującego wrodzone skłonności dyrektora polegające na ukierunkowaniu na prewencję, jest uzależniona od jej wysokości.**

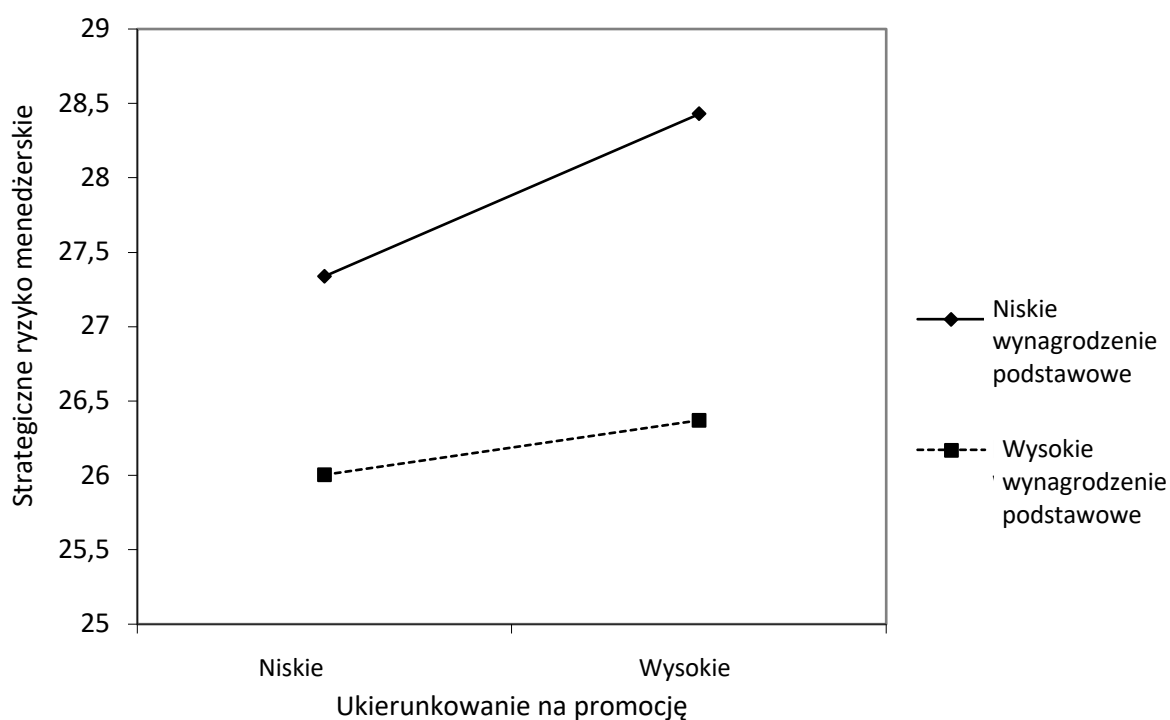


Wykres 4. Ukierunkowanie na prewencję i wynagrodzenie motywacyjne dyrektora

Wysokie i niskie ukierunkowanie na prewencję (oś x) oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej. Podobnie, wysokie i niskie wynagrodzenie motywacyjne (bonusy) oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej.

Źródło: badania własne.

Drugi efekt moderacyjny dotyczył wpływu stałego wynagrodzenia na związek między ukierunkowaniem regulacyjnym dyrektorów a podejmowanym przez nich strategicznym ryzykiem. W przeciwieństwie do wynagrodzenia motywacyjnego, uważa się, że wynagrodzenie stałe ma związek z awersją do ryzyka, co potwierdziły także niniejsze badania. Jak pokazano na wykresie 5, ukierunkowanie dyrektora generalnego na promocję ma dodatni związek z ryzykiem strategicznym, zwłaszcza wtedy, gdy dyrektorzy otrzymują niskie wynagrodzenie (linia ciągła). Związek ten jest znacznie słabszy, gdy dyrektorzy otrzymują wynagrodzenie o wyższej wartości (linia przerywana). Wysokie wynagrodzenie wydaje się zatem łagodzić naturalną tendencję dyrektora związaną z ukierunkowaniem na promocję. Odkrycie to może prowadzić do wniosku, że **wysokie wynagrodzenia stałe prawdopodobnie w większym stopniu ograniczają ukierunkowanie na promocję dyrektorów generalnych aniżeli premie, które to, zwłaszcza wysokie, wzmacniają dyspozycyjne ukierunkowanie dyrektora.**

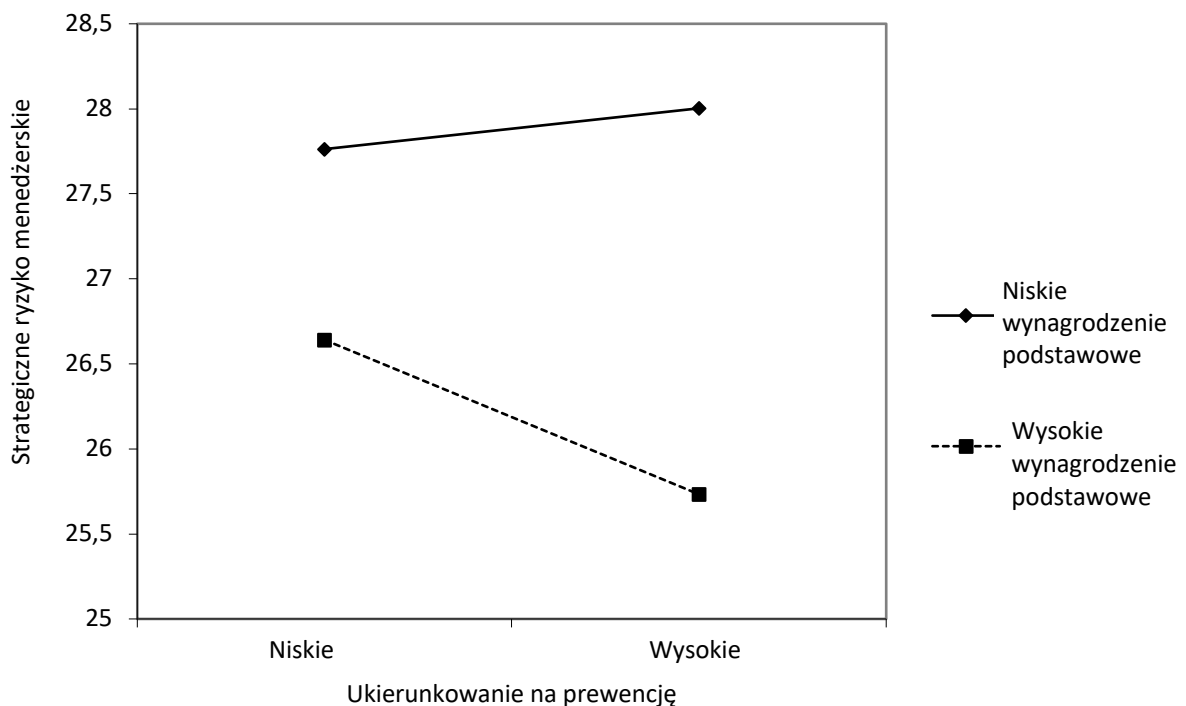


Wykres 5. Ukierunkowanie na promocję i stałe wynagrodzenie dyrektora generalnego

Wysokie i niskie ukierunkowanie na promocję (oś x) oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej. Podobnie, wysokie i niskie wynagrodzenie stałe oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej.

Źródło: badania własne.

W przypadku dyrektorów ukierunkowanych na prewencję, tak jak przewidywano, wyższe wynagrodzenie stawia dyrektorów w sytuacji potencjalnej straty, w której negatywne wyniki firmy mogą mieć negatywny wpływ na sytuację osobistą dyrektora. Dyrektorzy, którzy chcą chronić swoje wynagrodzenie, postrzegają potencjalnie ryzykowne zachowania jako zagrożenie dla utrzymania swojej pozycji i towarzyszącego jej wynagrodzenia. Jak wynika z wykresu 6, **ukierunkowanie dyrektorów na prewencję ma negatywny związek ze strategicznym ryzykiem menedżerskim, gdy dyrektorzy otrzymują wysokie wynagrodzenie podstawowe**. Negatywny związek znika, gdy dyrektorzy otrzymują niskie wynagrodzenie. Zatem **w przypadku dyrektorów o wysokim stałym wynagrodzeniu tendencje prewencyjne są silniejsze niż w przypadku dyrektorów ukierunkowanych na prewencję o niskim stałym wynagrodzeniu**. Wyniki te stanowią wsparcie dla hipotezy 6.



Wykres 6. Ukierunkowanie na prewencję i stałe wynagrodzenie dyrektora generalnego

Wysokie i niskie ukierunkowanie na prewencję (oś x) oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej. Podobnie, wysokie i niskie wynagrodzenie stałe oznaczają jedno odchylenie standardowe powyżej i poniżej średniej.

Źródło: badania własne.

4.5. Podsumowanie

W ostatnim rozdziale pracy skoncentrowano się na przedstawieniu projektu i wyników badań empirycznych przeprowadzonych na potrzeby rozprawy. Podstawą badań był model koncepcyjny zbudowany na podstawie wyników rozważań przeprowadzonych w poprzednich rozdziałach pracy. Za kluczowe teorie uznano teorię ukierunkowań regulacyjnych, uzasadniającą dyspozycyjną motywację dyrektorów generalnych oraz behawioralną teorię agencji, podkreślającą znaczenie motywacji sytuacyjnej w postaci korporacyjnych systemów motywacyjnych dedykowanym dyrektorom generalnym. Szkieletem modelu jest sześć hipotez, w tym dwie wskazujące na bezpośredni wpływ indywidualnego ukierunkowania motywacyjnego – promocyjnego i prewencyjnego – na strategiczne ryzyko menedżerskie, oraz cztery dotyczące moderacyjnych efektów z udziałem zmiennych wynagrodzenia motywacyjnego (premii rocznej) oraz wynagrodzenia podstawowego. Zgodnie z teorią uznano, że ukierunkowanie na promocję dyrektorów będzie wpływało pozytywnie na ryzyko strategiczne, podczas gdy ukierunkowanie na prewencję będzie miało wpływ negatywny. Jednocześnie postulowano, że premie będą osłabiały, zarówno dodatni związek ukierunkowania dyrektorów na promocję z ryzykiem strategicznym, jak i negatywną relację ukierunkowania dyrektorów na prewencję z ryzykiem strategicznym. Efekt wpływu wynagrodzeń stałych uznano za odwrotny w stosunku do oddziaływania premii. Mianowicie, wynagrodzenie podstawowe będzie wzmacniało zarówno dodatni wpływ ukierunkowania dyrektorów na promocję na strategiczne ryzyko menedżerskie, jak i negatywny wpływ ich ukierunkowania prewencyjnego na podejmowane w imieniu firmy ryzyko strategiczne.

Ukierunkowanie regulacyjne stało się użyteczną teorią opisującą osobowość menedżerów, zwłaszcza po opracowaniu efektywnej metody pomiaru, jaką okazała się analiza treści. Z powodzeniem do pomiaru ukierunkowania regulacyjnego zastosował ją Gamache (2015), co zapoczątkowało ważny nurt badań z wykorzystaniem tych zmiennych. W rozdziale opisano zastosowaną metodę oraz uzasadniono wykorzystanie listów prezesów zarządu do akcjonariuszy jako materiału badawczego w analizie treści.

W kolejnych częściach rozdziału przedstawiono bezpośrednie działania związane z gromadzeniem danych i pomiarem zmiennych modelu badawczego. Po wnikliwej analizie, do badań zakwalifikowano 89 spółek z danymi z dziesięcioletniego okresu 2011-2020. Głównymi źródłami danych były bazy *Notoria* oraz *Refinitiv Eikon*.

Zanim przystąpiono do analizy modelu badawczego, niezbędnym etapem było przygotowanie polskiego narzędzia pomiaru ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych – słownika *L/WC*. Proces ten przeprowadzono we współpracy z ekspertami w tym zakresie. W kolejnym kroku przedstawiono mierniki zmiennych w modelu oraz zmiennych kontrolnych. Ze względu na dane panelowe przeprowadzono badania podłużne. Do analizy wykorzystano odpowiednią metodykę z zastosowaniem *STATA*.

Wyniki analizy umożliwiły dokonanie testu hipotez będących podstawą modelu badawczego. Z sześciu postawionych hipotez potwierdzono cztery. Utrzymano hipotezy dotyczące wpływu ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów na strategiczne ryzyko menedżerskie – dodatniego w przypadku ukierunkowania na promocję i ujemnego w sytuacji ukierunkowania na prewencję. Potwierdzono także sugerowany wpływ moderacyjny premii i wynagrodzeń stałych na negatywny związek ukierunkowania dyrektorów na prewencję ze strategicznym ryzykiem menedżerskim. Premie związek ten osłabiają, natomiast stałe wynagrodzenia wzmacniają. Nie potwierdzono natomiast analogicznych hipotez w przypadku ukierunkowania dyrektorów na promocję. Okazało się, że przeciwnie do postawionych hipotez, premie wzmacniają pozytywny wpływ ukierunkowania promocyjnego dyrektorów na ryzyko, natomiast wynagrodzenia stałe ten wpływ osłabiają.

Przeprowadzone badania potwierdzają znaczenie teorii ukierunkowani regulacyjnych. Badania przeprowadzone na podstawie tej teorii dostarczają spójnych wyników, co potwierdzają również rezultaty badań przeprowadzonych w tej pracy. Wyniki są również zgodne z teorią agencji postulującą konieczność tworzenia systemów motywacyjnych dla menedżerów wychodzących poza same stałe wynagrodzenia, w celu wywołania u nich skłonności do ryzyka zgodnych z oczekiwaniami akcjonariuszy. Wynagrodzenia w tym badaniu rzeczywiście, wraz ze wzrostem wpływają na niższe strategiczne ryzyko menedżerskie wynikające z bardziej zachowawczych decyzji dyrektorów podejmowanych w imieniu firmy. Przeciwnie, premie wpływają pozytywnie na bardziej ryzykowne decyzje.

Skuteczność motywacyjnego komponentu może być jednak podważona, jeżeli uwzględnione zostaną indywidualne cechy menedżerów wpływające na ich skłonność do podejmowania ryzyka. O ile w przypadku dyrektorów ukierunkowanych na prewencję premie okazują się być skutecznym bodźcem motywacyjnym przełamującym wrodzone skłonności dyrektora, o tyle w przypadku dyrektorów ukierunkowanych promocyjnie, premie wzmacniają ich naturalne skłonności do ryzyka, narażając firmę na ryzyko nietrafionych inwestycji. W tym

przypadku bardziej skutecznym mechanizmem ograniczającym brawurę dyrektorów może być wysokie wynagrodzenie zasadnicze.

Zakończenie

Głównym celem rozprawy było zbadanie heterogeniczności postaw dyrektorów generalnych względem ryzyka i skuteczności przyznawania zmiennych oraz stałych komponentów wynagrodzenia przez rady nadzorcze w ramach prowadzonej polityki motywacyjnej nadzoru korporacyjnego, uwzględniającej tę heterogeniczność. Cel ten osiągnięto w założonych w pracy ramach, podejmując zarówno studia teoretyczne, jak i empiryczne.

W **plaszczyźnie teoretycznej**, na podstawie dokonanych studiów literaturowych, zidentyfikowano najbardziej adekwatne teorie do problemu badawczego pracy. Zanim jednak ustalono teorie odpowiadające za dyspozycyjną i sytuacyjną motywację dyrektorów generalnych, znaczną uwagę poświęcono idei samego ryzyka, zarówno na poziomie menedżerskim, jak i organizacyjnym. Studia wykazały ogromne zróżnicowanie podejść teoretycznych, sposobów definiowania i samego pomiaru ryzyka. W kontekście ryzyka strategicznego dostrzeżono dualizm terminologii i badań polegający na pojmowaniu ryzyka strategicznego na poziomie menedżera albo na poziomie przedsiębiorstwa. Dodatkowym utrudnieniem była także niejednoznaczność wyników badań w zakresie relacji między ryzykiem strategicznym a wynikami firmy, głównie związanych ze zjawiskiem zwanym paradoksem Bowmana. Ta fragmentaryczność badań, ale także interdyscyplinarność (np. wykorzystywanie miar ryzyka z finansów w badaniach w ramach zarządzania strategicznego) skłoniła autora pracy do przeprowadzenia bardziej systematycznych badań literaturowych za pomocą metod bibliometrii. Okazało się, że problem ryzyka strategicznego i ryzyka menedżerskiego badany jest równolegle w trzech głównych nurtach, które po analizie jakościowej, nazwano jako: 1) behawioralny aspekt wpływu menedżerów, 2) finansowy aspekt motywacyjnego wynagrodzenia menedżerów oraz 3) nadzór korporacyjny i kwestie instytucjonalne. Identyfikacja głównych założeń nurtów ugruntowała autora pracy w dalszych studiach, przede wszystkim w nurcie pierwszym, dotyczącym behawioralnych aspektów wpływu menedżerów na ryzyko przedsiębiorstwa. Nurt ten stał się wobec tego podstawą sformułowania pojęcia strategicznego ryzyka menedżerskiego, zastosowanego w tej pracy. Strategiczne ryzyko menedżerskie uznano jako *podejmowanie przez dyrektora generalnego decyzji w imieniu przedsiębiorstwa, wywierających wpływ na jego wyniki w obszarze strategicznym, uwarunkowanych indywidualnymi skłonnościami do podejmowania ryzyka i subiektywnie postrzeganym poziomem ryzyka w danej sytuacji, stanowiącym ryzyko dla*

majątku osobistego dyrektora, które niesie zarówno szansę na wzrost, jak i niebezpieczeństwo uszczuplenia w wyniku spadku cen akcji lub utraty zatrudnienia. Definicja ta uwzględnia przede wszystkim dorobek nurtu wywodzącego się z behawioralnego modelu agencji, powstałego wskutek poszerzenia klasycznej teorii agencji o odkrycia teorii perspektywy. Definicja ta wyraźnie oddziela interes przedsiębiorstwa od interesu własnego menedżera i pozwala dostrzec problem konieczności właściwego dopasowania zewnętrznego (korporacyjnego) systemu motywacji menedżera do jego celów determinowanych indywidualnymi (dyspozycyjnymi) cechami.

W analizie teorii i badań dotyczących podejmowania ryzyka przez menedżerów najwyższego szczebla trudno wyznaczyć wyraźną granicę między teoriami i badaniami empirycznymi, które koncentrują się wyłącznie na indywidualnych albo na sytuacyjnych uwarunkowaniach decyzji menedżerskich. Na przykład, teoria wyższych szczebli, która opiera się na włączeniu do badań nad decyzjami menedżerów najwyższego szczebla ich indywidualnych cech, zakłada również konieczność badania sposobu postrzegania przez menedżerów czynników sytuacyjnych w procesie decyzyjnym. Także teoria ukierunkowań regulacyjnych, mimo, że wyrosła na bazie poznawczej teorii psychologicznej – teorii rozbieżności Ja (*Self-Discrepancy Theory*), która koncentrowała się na dyspozycyjnych cechach jednostki, wyszła poza te ramy i rozpatruje aktywne działania jednostek w celu osiągnięcia pożądanego celu, także w sytuacji pojawienia się zewnętrznych (sytuacyjnych) czynników. Mimo to, w rozdziale drugim, podjęto próbę rozgraniczenia badań i teorii wiodących w zakresie sytuacyjnych i dyspozycyjnych determinant decyzyjnych. Nie to było jednak istotą i celem tej pracy. Dążeniem była raczej analiza obydwu podejść, aby następnie dokonać jej syntezy poprzez integrację najbardziej reprezentatywnych teorii i badań, które mogłyby być podstawą modelu badawczego.

Przed dokonaniem takiej syntezy niezbędne było jednak przyjrzenie się problemowi sytuacyjnej motywacji menedżerów dotyczącej korporacyjnych systemów motywacji. W tym celu, w rozdziale trzecim, dokonano analizy, zarówno adekwatnych teorii z obszaru nadzoru korporacyjnego, jak i samych głównych modeli korporacyjnych na świecie, determinujących cele i instrumenty motywowania menedżerów najwyższego szczebla. Analiza teoretyczna ostatecznie potwierdziła użyteczność teorii agencji, jednak z poprawką na dany model korporacyjny. Analiza modeli korporacyjnych zmierzała przede wszystkim do wskazania znaczenia problemu agencji. Ogólny wynik wskazuje, że w innych niż amerykański model,

koncentracja na wyższych wynikach krótkookresowych spółki, które wyrażają się we wzroście cen akcji spółki, jest zdecydowanie mniejsza. Najogólniej ujmując, bardziej skoncentrowana własność wpływa na większe zorientowanie właścicieli spółki na rozwój w dłuższym okresie, stąd działania zmierzające do wzrostu skłonności dyrektorów generalnych do decyzji o wyższym ryzyku mających przynieść wzrost wyników w krótkim okresie (aby zapewnić inwestorom szybki zwrot z inwestycji w postaci zakupu akcji), nie są priorytetem organów nadzorczych. W przeciwieństwie do modelu amerykańskiego, problemem może być nawet zbyt duża „brawura” dyrektora generalnego, narażającego spółkę na ryzyko przewyższające ryzyko tolerowane. Niestety, ten aspekt analizy dokonano na podstawie studiów literaturowych i wyciągnięte wnioski powinny być przedmiotem dalszych pogłębionych badań empirycznych.

Interesującym przypadkiem jest polski model korporacyjny. W pracy wskazano jego główne cechy, przy czym celem było zidentyfikowanie systemów wynagrodzeń dyrektorów generalnych. W głównym nurcie teorii agencji, zwłaszcza behawioralnego modelu agencji, za najbardziej skuteczne instrumenty motywacji menedżerskiej w kontekście wyrównywania interesów obu stron agencji są komponenty udziałowe wynagrodzenia – w tym akcje i opcje na akcje. Badania empiryczne dowiodły wyższości opcji na akcje, jednak późniejsze badania, przeprowadzone w ramach behawioralnego modelu agencji, wskazały na znacznie większą złożoność problemu. Mając na uwadze koncepcje: punktu odniesienia, efektu posiadania i awersji do strat, znanych z teorii perspektywy, stwierdzono, że o tym czy opcje na akcje zadziałają motywacyjnie na dyrektorów decyduje struktura wartości opcji przyznanych i wykonanych oraz będących „w pieniądzu” i „poza pieniądzem”. W warunkach polskich takie badania o charakterze ilościowym, na razie niezwykle trudno przeprowadzić. W przypadku modelu korporacyjnego w Polsce, udziałowe komponenty wynagrodzeń dla menedżerów mają inny cel niż wywołanie większej skłonności menedżera do podejmowania ryzyka w imieniu firmy. Głównym celem wydaje się być przede wszystkim przywiązanie kluczowych osób, w tym dyrektorów generalnych, do firmy. Świadczy o tym zwyczajowe ustalanie ceny wykonania opcji na poziomie znacznie niższym niż obserwowany w momencie wdrożenia kurs akcji oraz wymóg lojalnościowy jako główne kryterium przyznawania opcji. Opcje na akcje w systemach wynagrodzeń dyrektorów generalnych nie pełnią zatem tej samej roli jaką potencjalnie pełnią w systemach anglosaskich. Można natomiast oczekiwać, że rolę motywacyjną pełni komponent pieniężny wynagrodzenia uzależniony od osiągnięcia wzrostu

wyników firmy. Takim komponentem w warunkach polskiego modelu korporacyjnego są premie roczne i to on został uwzględniony w modelu badawczym.

Model badawczy, szczegółowo omówiony w rozdziale czwartym, osadzono w problematyce zarządzania strategicznego, mimo że uwzględnia on odkrycia teorii o zastosowaniu interdyscyplinarnym, tj. behawioralnego modelu agencji oraz psychologicznej teorii ukierunkowań regulacyjnych. Przygotowanie modelu koncepcyjnego oznaczało osiągnięcie celów w płaszczyźnie teoretycznej.

W **płaszczyźnie metodycznej**, najważniejszymi wyzwaniami tej pracy był pomiar ukierunkowań regulacyjnych dyrektorów generalnych w Polsce. Jak już wskazywano w treści pracy, pomiar ten jest związany z zastosowaniem metody analizy treści, której zasadniczym instrumentem jest zwalidowany słownik *LIWC*. Było to dla autora pracy dużym wyzwaniem, gdyż jego sporządzenie wymagało ugruntowanej wiedzy psychologicznej. Dzięki aktywności międzynarodowej autora, a także funduszom z NCN, udało nawiązać się bardzo udaną współpracę z Panią dr Martą Roczniowską, psycholog z *Karolinska Institutet* i absolwentką *Higgins Lab* przy Uniwersytecie Columbia w Nowym Jorku, współautorką artykułów napisanych wraz z twórcą teorii ukierunkowań regulacyjnych, Edwardem T. Higginsem. Sporządzony pod jej kierunkiem zwalidowany polski słownik ukierunkowań regulacyjnych, spełnia najwyższe wymogi metodyczne i z powodzeniem został użyty przez autora pracy we własnych badaniach.

Tym, co raczej nie było oczekiwane, okazał się problem dostępu do szczegółowych danych o składnikach wynagrodzeń dyrektorów generalnych w Polsce. Jak wskazano w treści pracy, pełne pożądane dane udało się uzyskać od 89 spółek, a w ostateczności do badań zakwalifikowano 854 obserwacje (dane panelowe z okresu 10 lat). Na 429 notowanych na rynku głównym warszawskiej GPW, osiągnięty wynik może być rozczarowujący. Pytaniem otwartym jest, czy rzeczywiście tak mało spółek stosuje motywacyjne wynagrodzenie w postaci premii rocznej dla swoich dyrektorów generalnych, czy problem tkwi w raportowaniu tego faktu i odnotowywaniu go w bazach danych, dostępnych dla badaczy. Jest to poważne wyzwanie dla krajowych badaczy i nie tylko. Jest to również pośredni powód, dlaczego badania amerykańskiego systemu wynagrodzeń są tak rozpowszechnione, również realizowane przez badaczy spoza Stanów Zjednoczonych. Powodem jest łatwość dostępu do szczegółowych danych niezbędnych do przeprowadzenia określonych badań akademickich. Brak transparentności danych korporacyjnych na wysokim poziomie w Polsce, może być istotną

barierą w rozwoju badań nad wpływem menedżerów i ich systemu wynagrodzeń na ryzyko i wyniki spółek.

Przeprowadzone badania empiryczne potwierdziły, że ukierunkowania regulacyjne są kluczowymi indywidualnymi cechami motywacyjnymi, wywierającymi bezpośredni wpływ na sposób, w jaki dyrektorzy generalni oceniają wybory strategiczne dla swoich przedsiębiorstw i dokonują wyboru działań do zrealizowania. Rozprawa wnosi zatem wkład w nurt potwierdzający tę teorię, wykazując, że ukierunkowania regulacyjne (zarówno promocyjne, jak i prewencyjne) dyrektorów generalnych przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) wywierają istotny wpływ na podejmowanie ryzykownych decyzji strategicznych odzwierciedlonych w ponoszeniu przez firmy wydatków na badania i rozwój, nakładów inwestycyjnych (CAPEX) i zaciągania zobowiązań długoterminowych, zgodnie z przyjętymi hipotezami badawczymi. Choć nie wszyscy z dyrektorów generalnych w badaniach byli narodowości polskiej i nie wszystkie notowane na GPW spółki mają siedzibę w Polsce, to generalnie można uznać, że próba badawcza w przeważającym stopniu odzwierciedla polski kontekst kulturowy i instytucjonalny.

Rozprawa wnosi wkład również w sytuacyjny kontekst związany z subiektywnym postrzeganiem przez dyrektorów generalnych przyszłego poziomu swojego wynagrodzenia lub premii, na podstawie którego kształtuje się ich skłonność do podejmowania ryzykownych decyzji strategicznych. Wykazano, że w przypadku ukierunkowania na prewencję zarówno wynagrodzenie zasadnicze, jak i premie roczne dyrektorów generalnych istotnie moderują związek między tym ukierunkowaniem a podejmowaniem strategicznego ryzyka menedżerskiego. Odbywa się to w taki sposób, że choć ukierunkowanie prewencyjne dyrektorów generalnych pierwotnie zmniejsza podejmowanie ryzykownych przedsięwzięć strategicznych, związek ten słabnie wraz ze wzrostem zarówno wynagrodzenia zasadniczego, jak i premii – efekt ten zachodzi zwłaszcza w przypadku wysokiego poziomu premii rocznych i niskiego poziomu wynagrodzenia zasadniczego. Niniejsze wyniki wskazują zatem na skuteczność tych instrumentów w kreowaniu presji sytuacyjnej na prewencyjnych dyrektorach generalnych do częstszego przyjmowania taktyki ryzykownej.

Interesujące są również hipotezy niepotwierdzone. W niniejszej rozprawie nie potwierdzono moderującego dodatniego wpływu wynagrodzenia zasadniczego, jak i ujemnego premii rocznych dyrektorów generalnych na pozytywny związek między ich ukierunkowaniem na promocję a podejmowaniem strategicznego ryzyka menedżerskiego.

Choć niniejszy wynik sugeruje brak przydatności obydwu tych składników finansowych we wpływowaniu na ryzyko menedżerskie dyrektorów generalnych ukierunkowanych na promocję, zależy to jeszcze od poziomu danego instrumentu.

Badania przeprowadzone w rozprawie mają **implikacje praktyczne**. Wyniki mogą być istotne zarówno dla dyrektorów generalnych, jak i rad nadzorczych. Wiedza ważna dla dyrektorów dotyczy motywacyjnych uwarunkowań podejmowania ryzyka menedżerskiego i potencjalnych zagrożeń, jakie mogą one nieść dla wyników przedsiębiorstw przez nich zarządzanych, a w konsekwencji również dla ich kariery i majątku osobistego. Sama świadomość dyrektora generalnego o swoim dominującym dyspozycyjnym ukierunkowaniu jako samoregulującym się mechanizmie motywacyjnym, może stanowić przesłankę do poważnej refleksji na temat własnej osobowości i jej wpływu na zlecone zewnętrznie zadania. Może być to pomocne w planowaniu własnego rozwoju, zarówno osobistego, jak i zawodowego. Dla rad nadzorczych wyniki badań wskazują na skuteczność polityki motywacyjnej w kształtowaniu ryzyka menedżerskiego, poprzez zapewnienie odpowiedniego poziomu komponentów w strukturze wynagrodzenia dyrektorów generalnych, w zależności od osobowości dyrektora generalnego. Być może ważną kwestią związaną z zatrudnianiem menedżerów najwyższego szczebla jest sprawdzenie kandydatów pod kątem ich naturalnych uwarunkowań regulacyjnych i wyborze tych, którzy są najbardziej zgodni z misją i celami firmy w perspektywie właścicieli firmy reprezentowanych przez członków rady nadzorczej.

Wyniki badań przeprowadzonych w ramach tej pracy mają także **ograniczenia**. Odnoszą się one głównie do badań empirycznych. Przede wszystkim, co sformułowano wyżej, czy rzeczywiście tylko 89 spółek publicznych w Polsce stosuje premie roczne dla dyrektorów generalnych? Pytanie to, a raczej wyzwanie, dotyczy ustalenia faktycznej liczby spółek motywujących dyrektorów generalnych składnikami wynagrodzeń warunkowanych osiągnięciem przez nich określonych wyników firmy, co teoretycznie powinno wiązać się z podejmowaniem bardziej ryzykownych decyzji strategicznych w imieniu firmy. Jak zaznaczono w pracy, część spółek w Polsce stosuje w systemach motywacyjnych komponenty udziałowe, ale ich konstrukcja przyznawania świadczy o celu lojalnościowym jako głównym warunkiem świadczenia. Być może w kolejnych badaniach należałoby zastanowić się, w jaki sposób włączyć ten komponent wynagrodzenia w procesy podejmowania decyzji strategicznych dla firm przez menedżerów. Z uwagi na fakt, że zgodnie ze współczesnym stanem wiedzy, istotny jest nie tylko fakt przyznawania opcji na akcję, ale również struktura wartości opcji

przyznanych i wykonanych oraz będących „w pieniądzu” i „poza pieniądzem”, brak dostępności takich danych dla polskich spółek w publicznych bazach danych, spowodował, że problem ten nie został włączony do badań w tej rozprawie.

Na podstawie studiów literaturowych w pracy dostrzeżono również niedosyt badań empirycznych dotyczących problemu agencji w różnych kontekstach narodowych. Zauważa się bezsprzeczną dominację teorii oraz badań nad ryzykiem menedżerskim zakładających amerykańskie warunki korporacyjne. Badania empiryczne w tej pracy miały na celu dostosowanie modelu badań do warunków polskich, kraju należącego do kontynentalnego modelu korporacyjnego. Większość analizy teoretycznej w pracy poświęcona była jednak sytuacji amerykańskiej. Wskazuje to na konieczność podjęcia systematycznych badań empirycznych, będących odpowiedzią na badania i teorie powstałe na podstawie danych firm amerykańskich. Tę pracę można uznać za próbę podjęcia takich działań, ale nie jest ona w stanie być adekwatną przeciwwagą dla dominującego nurtu badań amerykańskich.

Zakres i wyniki badań zrealizowanych w tej pracy wskazują na potencjalne ważne **przyszłe kierunki badań** o charakterze komplementarnym i substytucyjnym. Kierunki przyszłych badań uzupełniających to przede wszystkim badania europejskich modeli korporacyjnych pod kątem problemu agencji, pożądanych przez właścicieli (młodawców) zachowań menedżerów względem ryzyka oraz stosowanych wobec nich systemów motywacyjnych. W tym obszarze interesujące mogą być zarówno badania dotyczące konkretnych krajów, jak i międzynarodowe badania porównawcze. Wynik takich badań mogłyby stanowić podstawę do formułowania bardziej specyficznych dla korporacyjnego modelu kontynentalnego (lub modelu krajowego) hipotez w badaniach dotyczących strategicznego ryzyka menedżerskiego.

Jako przyszły alternatywny kierunek badań można zaproponować badania komponentów udziałowych wynagrodzeń dyrektorów generalnych w polskich warunkach korporacyjnych. Jak wskazano wyżej, ich cel jest generalnie inny niż wzrost zachowań ryzykownych dyrektorów przekładających się na wyższe ryzyko i wyniki firmy. Mimo to wpływają one na stan posiadania dyrektorów, a ten, zgodnie z teorią perspektywy, ma wpływ na wycenę potencjalnych przyszłych strat i zysków decydenta i tym samym ryzyko podejmowanych decyzji w imieniu firmy. Takie badania są niezbędne, aby przypadek Polski mógł być zestawiany w porównaniach z badaniami amerykańskimi. Jednak, tak jak stwierdzono wyżej, wymaga to znacznej determinacji badacza na etapie gromadzenia i selekcjonowania niezbędnych danych.

Bibliografia

1. Aaker, D. A. i Jacobson, R. (1987). The role of risk in explaining differences in profitability. *Academy of Management Journal*, 30(2), 277–296.
2. Abatecola, G. i Cristofaro, M. (2020). Hambrick and Mason's Upper Echelons Theory: evolution and open avenues. *Journal of Management History*, 26(1), 116–136.
3. Agnihotri, A. i Bhattacharya, S. (2021). Chief Executive Officer Regulatory Focus and Competitive Action Frequency. *Group & Organization Management*, 46(5), 931–962.
4. Aguilera, R. V. i Jackson, G. (2003). The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants. *The Academy of Management Review*, 28(3), 447–465.
5. Aguilera, R. V. i Jackson, G. (2010). Comparative and International Corporate Governance. *The Academy of Management Annals*, 4(1), 485–556.
6. Aguilera, R. V. i Judge, W. Q. (2018). Corporate Governance Deviance. *Academy of Management Review*, 43(1), 87–109.
7. Ahearne, M., Boichuk, J., Chapman, C. J. i Steenburgh, T. J. (2016). Real Earnings Management in Sales. *Journal of Accounting Research*, 54(5), 1233–1266.
8. Aivazian, V. i Callen, J. L. (1983). Reorganization in bankruptcy and the issue of strategic risk. *Journal of Banking & Finance*, 7(1), 119–133.
9. Ajzen, I. (1985). From Intentions to Actions: A Theory of Planned Behavior. W: J. Kuhl i J. Beckmann (red.), *Action Control: From Cognition to Behavior* (11–39). Springer.
10. Al-Shammari, H. A. (2021). CEO compensation and firm performance: The mediating effects of CEO risk taking behaviour. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1894893.
11. Alchian, A. A. i Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777–795.
12. Alessandri, T. M. i Pattit, J. M. (2014). Drivers of R&D investment: the interaction of behavioral theory and managerial incentives. *Journal of Business Research*, 67(2), 151–158.
13. Allais, M. (1953). Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école Américaine. *Econometrica*, 21, 503–546.
14. Allen, S. A. (1979). Understanding Reorganizations of Divisionalized Companies. *The Academy of Management Journal*, 22(4), 641–671.

15. Aluchna, M. (2009). Does good corporate governance matter? Best practice in Poland. *Management Research News*, 32(2), 185–198.
16. Aluchna, M. (2015). *Własność a corporate governance: systemy, rynki, przedsiębiorstwa*. Warszawa: Poltext.
17. Aluchna, M. i Kamiński, B. (2017). Ownership structure and company performance: a panel study from Poland. *Baltic Journal of Management*, 12(4), 485–502.
18. Aluchna, M., Mahadeo, J.D. i Kamiński, B. (2020). The association between independent directors and company value. Confronting evidence from two emerging markets. *Corporate Governance*, 20(6), 987–999.
19. Amit, R. i Wernerfelt, B. (1990). Why Do Firms Reduce Business Risk? *The Academy of Management Journal*, 33(3), 520–533.
20. Anantharaman, D. i Lee, Y. (2014). Managerial Risk Taking Incentives and Corporate Pension Policy. *Journal of Financial Economics*, 111(2), 328–351.
21. Andersen, T. J., Denrell, J. i Bettis, R. A. (2007). Strategic responsiveness and Bowman's Risk-return paradox. *Strategic Management Journal*, 28(4), 407–429.
22. Apriliyanti, I. D. i Alon, I. (2017). Bibliometric analysis of absorptive capacity. *International Business Review, Elsevier*, 26(5), 896–907.
23. Aria, M. i Cuccurullo, C. (2017). Bibliometrix: An R-tool for comprehensive science mapping analysis. *Journal of Informetrics*, 11(4), 959–975.
24. Arrow, K. J. (1984). *The Economics of Agency*. Institute for Mathematical Studies in the Social Sciences, Stanford University.
25. Asch, P. i Quandt, R. E. (1988). Betting bias in exotic bets. *Economics Letters*, 28(3), 215–219.
26. Atkinson, J. W. (1957). Motivational determinants of risk-taking behavior. *Psychological Review*, 64(6), 359–372.
27. Audia, P. G. i Greve, H. R. (2006). Less likely to fail: Low performance, firm size, and factory expansion in the shipbuilding industry. *Management Science*, 52(1), 83–94.
28. Baird, I. S. i Thomas, H. (1985). Toward a Contingency Model of Strategic Risk Taking. *The Academy of Management Review*, 10(2), 230–243.
29. Bąk, W. (2008). Teoria ukierunkowań regulacyjnych E. Tory Higginsa. *Roczniki Psychologiczne*, 11(1), 7–38.

30. Bąk, W., Łąguna, M. i Bondyra-Łuczka, E. (2015). Kwestionariuszowe metody pomiaru ukierunkowań regulacyjnych. Polskie adaptacje kwestionariuszy RFQ i RFS. *Psychologia Społeczna*, 10, 1(32), 84–99.
31. Balkin, D. B. i Gomez-Mejia, L. R. (1987). Toward a contingency theory of compensation strategy. *Strategic Management Journal*, 8(2), 169–182.
32. Balkin, D. B., Markman, G. D. i Gomez-Mejia, L. (2000). Is CEO pay in high-technology firms related to innovation? *Academy of Management Journal*, 43(5), 1118–1129.
33. Baltagi, B. (1995). *Econometric analysis of panel data*. Wiley.
34. Bandiera, O., Guiso, L., Prat, A. i Sadun, R. (2015). Matching firms, managers and incentives. *Journal of Labor Economics*, 33(3), 623–681.
35. Barker, III, V. L. i Mueller, G. C. (2002). CEO Characteristics and Firm R&D Spending. *Management Science*, 48(6), 782–801.
36. Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
37. Barrick, M. R., Stewart, G. L. i Piotrowski, M. (2002). Personality and job performance: test of the mediating effects of motivation among sales representatives. *Journal of Applied Psychology*, 87(1), 43-51.
38. Baucus, D. A., Golec, J. H. i Cooper, J. R. (1993). Estimating risk-return relationships: An analysis of measures. *Strategic Management Journal*, 14(5), 387–396.
39. Baysinger, B. i Hoskisson, R. E. (1989). Diversification Strategy and R&D Intensity in Multi-Product Firms. *Academy of Management Journal*, 32(2), 310–332.
40. Baysinger, B. i Hoskisson, R. E. (1990). The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
41. Beatty, R. P. i Zajac, E. J. (1994). Top Management Incentives, Monitoring, and Risk-Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39(2), 313–336.
42. Bebchuk, L. A., Cohen, A. i Spamann, H. (2010). The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. *Yale Journal on Regulation*, 27, 257–282.

43. Bekos, G. i Chari, S. (2023). Upper Echelons Theory. W: S. Papagiannidis (red.), *TheoryHub Book. A Theory Resource for Students and Researchers Alike* (s. 199–218). Online Edition: <https://open.ncl.ac.uk>
44. Belghitar, Y. i Clark, E. (2015). Managerial risk incentives and investment related agency costs. *International Review of Financial Analysis*, 38(C), 191–197.
45. Benartzi, S. i Thaler, R. H. (1995). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110(1), 73–92.
46. Benischke, M. H, Martin, G. P i Glaser, L. (2019). CEO equity risk bearing and strategic risk taking. *Strategic Management Journal*, 40(1), 153–177.
47. Benischke, M., Martin, G., Gomez-Mejia, L. i Ljubownikow, G. (2020). The effect of CEO incentives on deviations from institutional norms in foreign market expansion decisions: Behavioral agency and cross-border acquisitions. *Human Resource Management*, 59(5), 463–482.
48. Bennett, N. i Lemoine, G. J. (2014, styczeń-luty). What VUCA Really Means for You. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2014/01/what-vuca-really-means-for-you>
49. Berelson, B. (1952). *Content Analysis in Communication Research*. Hafner.
50. Bertrand, M. i Schoar, A. (2003). Managing with Style: The Effect of Managers on Firm Policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169–1208.
51. Bettis, R. A. i Mahajan, V. (1985). Risk/Return Performance of Diversified Firms. *Management Science*, 31(7), 785–799.
52. Bigley, G. A. i Wiersema, M. F. (2002). New CEOs and Corporate Strategic Refocusing: How Experience as Heir Apparent Influences the Use of Power. *Administrative Science Quarterly*, 47(4), 707–727.
53. Blaug, M. (1995). *Metodologia ekonomii*. Wydawnictwo Naukowe PWN.
54. Bloom, M. i Milkovich, G. T. (1998). Relationships among risk, incentive pay, and organizational performance. *Academy of Management Journal*, 41(3), 283–297.
55. Bourgeois, L. J. (1980). Strategy and Environment: A Conceptual Integration. *Academy of Management Review*, 5, 25-39.
56. Bowman E. H. (1984). Content Analysis of Annual Reports for Corporate Strategy and Risk. *Interfaces*, 14(1), 61-71.
57. Bowman, E. H. (1980). A Risk/Return Pradox for Strategic Management. *Sloan Management Review*, 21(3), 17-31.

58. Bowman, E. H. (1982). Risk seeking by Troubled Firms. *Sloan Management Review*, 23(4), 33-42.
59. Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: a contingency model. *Strategic Management Journal*, 16, 301–12.
60. Bradbury, J. A. (1989). The Policy Implications of Differing Concepts of Risk. *Science, Technology, & Human Values*, 14(4), 380-399.
61. Brick, I. E., Palmon, O. i Itzhak, V. (2015). On the Relationship between Accounting Risk and Return: Is There a (Bowman) Paradox? *European Management Review*, 12(2), 99–111.
62. Briner, R. B. i Denyer, D. (2012). Systematic review and evidence synthesis as a practice and scholarship tool. W: D. Rousseau (red.), *The Oxford Handbook of Evidence-Based Management: Companies, Classrooms, and Research* (112–129). Oxford University Press.
63. Brockman, P., Martin, X. i Unlu, E. (2010). Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, 65(3), 1123–1161
64. Brockner, J. i Higgins, E. T. (2001). Regulatory focus theory: Implications for the study of emotions at work. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 86(1), 35-66.
65. Bromiley, P. (1991). Testing a causal model of corporate risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 34(1), 37–59
66. Bromiley, P. (2009). A Prospect Theory Model of Resource Allocation. *Decision Analysis, INFORMS*, 6(3), 124-138.
67. Bromiley, P. i Rau, D. (2010). Risk taking and strategic decision making. W: P. C. Nutt i D.C. Wilson (red.), *Handbook of Decision Making* (307–326). John Wiley & Sons.
68. Bromiley, P., Miller, K. D. i Rau, D. (2006). Risk in Strategic Management Research. W: M. A. Hitt, R. E. Freeman i J. S. Harrison, *The Blackwell Handbook of Strategic Management*. Blackwell Publishing.
69. Broschak, J. P. (2004). Managers' mobility and market interface: The effect of managers' career mobility on the dissolution of market ties. *Administrative Science Quarterly*, 49, 608–640.
70. Brunstein, J. C., Schultheiss, O. C. i Grässman, R. (1998). Personal goals and emotional well-being: The moderating role of motive dispositions. *Journal of Personality and Social Psychology*, 75(2), 494–508.

71. Bryan, S., Hwang, L. i Lilien, S. (2000). CEO Stock-Based Compensation: An Empirical Analysis of Incentive-Intensity, Relative Mix, and Economic Determinants. *The Journal of Business*, 73(4), 661–693.
72. Bryant, P. i Dunford, R. (2008). The Influence of Regulatory Focus on Risky Decision-Making. *Applied Psychology: An International Review*, 57 (2), 335-359.
73. Buckley, P. J., Chen, L., Clegg, L. J. i Voss, H. (2016). Experience and FDI Risk-taking: A Microfoundational Reconceptualization. *Journal of International Management*, 22(2), 131–146.
74. Buła, P. (2015). *System zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie jako element nadzoru korporacyjnego*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
75. Burns, N., i Kedia, S. (2006). The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 35–67.
76. Busenbark, J. R., Krause, R., Boivie, S. i Graffin, S. D. (2016). Toward a Configurational Perspective on the CEO: A Review and Synthesis of the Management Literature. *Journal of Management*, 42(1), 234-268.
77. Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *Accounting Review*, 73(3), 305–333.
78. Caers, R., Bois, C. D., Jegers, M., Gieter, S. D., Schepers, C. i Pepermans, R. (2006). Principal-agent Relationships on the Stewardship-agency Axis. *Nonprofit Management and Leadership*, 17(1), 25–47.
79. Camacho, C. J., Higgins, E. T. i Luger, L. (2003). Moral value transfer from regulatory fit: what feels right is right and what feels wrong is wrong. *Journal of personality and social psychology*, 84(3), 498–510.
80. Camerer, C. (1989). Bubbles and Fads in Asset Prices. *Journal of Economic Surveys*, 3(1), 3-41.
81. Campbell, K., Jerzemowska, M. i Najman, K. (2009). Corporate governance challenges in Poland: evidence from “comply or explain” disclosures. *Corporate Governance*, 9(5), 623–634.
82. Campbell, R. J., Jeong, S.-H. i Graffin, S. D. (2019). Born to Take Risk? The Effect of CEO Birth Order on Strategic Risk Taking. *Academy of Management Journal*, 62(4), 1278–1306.

83. Cao, Q., Simsek, Z. i Jansen, J. J. (2015). CEO Social Capital and Entrepreneurial Orientation of the Firm Bonding and Bridging Effects. *Journal of Management*, 41(7), 1957-1981.
84. Carpenter, J. N. (2000). Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite? *The Journal of Finance*, 55(5), 2311-2331.
85. Carpenter, M. A., Sanders, G. i Gregersen, H. B. (2001). Bundling Human Capital with Organizational Context: The Impact of International Assignment Experience on Multinational Firm Performance and CEO Pay. *The Academy of Management Journal*, 44(3), 493–511.
86. Carriger, M. (2016). To downsize or not to downsize – what does the empirical evidence suggest? *Journal of Strategy and Management* 9(4), 449-473.
87. Carver, C. S. i Scheier, M. F. (1990). Origins and functions of positive and negative affect: A control-process view. *Psychological Review*, 97(1), 19-35.
88. Certo, S. T. i Semadeni, M. (2006.). Strategy Research and Panel Data: Evidence and Implications. *Journal of Management*, 32(3), 449–71.
89. Chakraborty, A., Gao, L. S. i Sheikh, S. (2019). Managerial risk taking incentives, corporate social responsibility and firm risk. *Journal of Economics and Business*, 101, 58–72.
90. Chang, Y. i Thomas, H. (1989). The impact of diversification strategy on risk-return performance. *Strategic Management Journal*, 10(3), 271–284.
91. Chari, M. D. R., David, P., Duru, A. i Zhao, Y. (2019). Bowman's risk-return paradox: An agency theory perspective. *Journal of Business Research*, 95(C), 357-375.
92. Chatterjee, A. i Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic Chief Executive Officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 351-386.
93. Chatterjee, A. i Hambrick, D. C. (2011). Executive Personality, Capability Cues, and Risk Taking: How Narcissistic CEOs React to Their Successes and Stumbles. *Administrative Science Quarterly*, 56(2), 202–237.
94. Chava, S. i Purnanandam, A. (2010). Is Default Risk Negatively Related to Stock Returns? *The Review of Financial Studies*, 23(6), 2523–2559
95. Chen, D. (2012). Classified Boards, the Cost of Debt, and Firm Performance. *Journal of Banking and Finance*, 36(12), 3346–3365.

96. Chen, D. (2020). The possibility of evolution from non-strategic risk to strategic risk: The role of strategic assets. *IOP Conference Series: Materials Science and Engineering*, 806, 012045.
97. Chen, M. K., Lakshminarayanan, V. i Santos, L. R. (2006). How Basic Are Behavioral Biases? Evidence from Capuchin Monkey Trading Behavior. *Journal of Political Economy*, 114(3), 517-537.
98. Chen, Y. R. i Ma, Y. (2011). Revisiting the Risk-Taking Effect of Executive Stock Options on Firm Performance. *Journal of Business Research*, 64(6), 640–648.
99. Chen, Y.-R., Chung T. S., Lin C.-H. i Low, A. (2023). When do stock options affect CEO risk-taking? The moderating role of CEO regulatory focus. *Journal of Business Finance & Accounting, Early View*, 1–38.
100. Cheng, M. M., Humphreys, K. A. i Zhang, Y. Y. (2018). The interplay between strategic risk profiles and presentation format on managers' strategic judgments using the balanced scorecard. *Accounting, Organizations and Society*, 70(C), 92-105.
101. Chernev, A. (2004). Goal orientation and consumer preference for the status quo. *Journal of Consumer Research*, 31(3), 557–565.
102. Child, J. (1972). Organizational Structure, Environment and Performance: The Role of Strategic Choice. *Sociology*, 6(1), 1–22.
103. Chittoor, R., Aulakh, P. i Ray, S. (2019). Microfoundations of firm internationalization: The owner CEO effect. *Global Strategy Journal*, 9(1), 42–65
104. Chng, D. H. M. i Wang, J. C. Y. (2016). An experimental study of the interaction effects of incentive compensation, career ambition, and task attention on Chinese managers' strategic risk behaviors. *Journal of Organizational Behavior*, 37(5), 719–737.
105. Chng, D. H. M., Rodgers, M. S., Shih, E. i Song, X.-B. (2012). When does incentive compensation motivate managerial behaviors? An experimental investigation of the fit between incentive compensation, executive core self-evaluation, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 33(12), 1343–1362.
106. Chng, D. H. M., Shih, E., Rodgers, M. i Song, X. (2015). Managers' marketing strategy decision making during performance decline and the moderating influence of incentive pay. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 43(5), 629–647.

107. Cho, S. Y., Arthurs, J. D., Townsend, D. M., Miller, D. R. i Barden, J. Q. (2016). Performance deviations and acquisition premiums: the impact of CEO celebrity on managerial risk-taking. *Strategic Management Journal*, 37(13), 2677–2694.
108. Chockalingam, A., Dabadghao, S. i Soetekouw, R. (2018). Strategic risk, banks, and Basel III: estimating economic capital requirements. *Journal of Risk Finance*, 19(3), 225–246.
109. Choi, Y. R., Zahra, S. A., Yoshikawa, T. i Han, B. H. (2015). Family ownership and R&D investment: The role of growth opportunities and business group membership. *Journal of Business Research*, 68(5), 1053–1061.
110. Chou, P. H., Chou, R. K. i Ko, K. C. (2009). Prospect theory and the risk-return paradox: Some recent evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 33(3), 193-208.
111. Chung, C. i Pennebaker, J. W. (2007). The psychological functions of function words. W: K. Fiedler (red.), *Social communication* (s. 343–359). New York, NY: Psychology Press.
112. Chung, T. S. i Low, A. (2022). CEO regulatory focus and myopic marketing management. *International Journal of Research in Marketing*, 39(1), 247–267.
113. Clare, A. D., Priestley, R. i Thomas, S. H. (1998). Reports of beta's death are premature: evidence from the UK. *Journal of Banking and Finance*, 22(9), 1207–1229.
114. Clarke, T. (2016). The continuing diversity of corporate governance: theories of convergence and variety. *Ephemera: Theory & Politics in Organization*, 16(1), 19-52.
115. Clarke, T. (2024). *International Corporate Governance*. 3rd edition. Routledge.
116. Clarke, T. i Chanlat, J.-F. (red.). (2009). *European Corporate Governance. Readings and Perspectives*. Routledge.
117. Clary, E. G., Snyder, M., Ridge, R. D., Miene, P. K. i Haugen, J. A. (1994). Matching Messages to Motives in Persuasion: A Functional Approach to Promoting Volunteerism. *Journal of Applied Social Psychology*, 24(13), 1129-1146.
118. Cohen, M., Jaffray, J.-Y. i Said, T. (1987). Experimental comparison of individual behavior under risk and under uncertainty for gains and for losses. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 39(1), 1-22.
119. Coleman, L. (2009). *Risk strategies – Dialing up optimum firm risk*. Burlington, MA: Gower e-Book Publishing.
120. Coles J., Daniel, N. D. i Naveen, L. (2006). Managerial incentives and risk-taking. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 431–468.

121. Collins, J. M. i Ruefli, T. W. (1992). Strategic risk: An ordinal approach. *Management Science*, 38(12), 1707–1731.
122. Collins, J. M. i Ruefli, T. W. (1996). Review and Analysis of Traditional Conceptualizations and Related Measures of Risk. W: T. W. Ruefli i J. M. Collins (red.), *Strategic Risk: A State-Defined Approach* (s. 23–45). Springer.
123. Colonnello, S., Curatola, G. i Hoang, N. G. (2017). Direct and indirect risk-taking incentives of inside debt. *Journal of Corporate Finance*, 45(C): 428–466.
124. Conyon, M. i Murphy, K. J. (2000). The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom. *Economic Journal, Royal Economic Society*, 110(467), 640–671.
125. Cook, T. i Campbell, D. (1979). *Quasi experimentation: Design and analysis for field settings*. Houghton-Mifflin.
126. Cool, K., Dierickx, I. i Jemison, D. (1989). Business strategy, market structure and risk–return relationships: A structural approach. *Strategic Management Journal*, 10, 507–522.
127. Cooper, T. i Faseruk, A. (2011). Strategic risk, risk perception and risk behaviour: Meta analysis. *Journal of Financial Management and Analysis*, 24(2), 20–29.
128. Courtney, H., Kirkland, J. i Viguerie, P. (2006). Strategia w warunkach niepewności. W: *Harvard Business Review. Zarządzanie w warunkach niepewności*. Helion One Press.
129. Cristofaro, M. (2019). The role of affect in management decisions: A systematic review. *European Management Journal*, 37(1), 6–17.
130. Croci, E., Guidice, A. i Jankensgard, H. (2017). CEO Age, Risk Incentives, and Hedging Strategy. *Financial Management*, 46(3), 687–716.
131. Crossland, C. i Hambrick, D. C. (2011). Differences in managerial discretion across countries: How nation-level institutions affect the degree to which CEOs matter. *Strategic Management Journal*, 32(8), 797–819.
132. Crowe, E. i Higgins, E. T. (1997). Regulatory focus and strategic inclinations: Promotion and prevention in decision-making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 69(2), 117–132.
133. Cummings, L. L., Harnett, D. L. i Stevens, O. J. (1971). Risk, Fate, Conciliation and Trust: An International Study of Attitudinal Differences among Executives. *The Academy of Management Journal*, 14(3), 285–304.

134. Cunliffe, A. L. i Luhman, J. T. (2013). *Key Concepts in Organization Theory*. Sage UK.
135. Cycyota, C. S. i Harrison, D. A. (2006). What (not) to expect when surveying executives: A meta-analysis of top manager response rates and techniques over time. *Organizational Research Methods*, 9(2), 133-160.
136. Cyert, R. M. i March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
137. Czech, K. i Kos-Łabędowicz, J. (2023). Niepewność cechą gospodarki światowej w XXI wieku – zamiast wprowadzenia. *Prace Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach: Gospodarka Światowa w XXI Wieku - Niestabilność i Adaptacja*, 66, 9–16.
138. Czerliński, J., Gigerenzer, G. i Goldstein, D. G. (1999). How good are simple heuristics? W: G. Gigerenzer i P. M. Todd (red.), *Simple Heuristics That Make Us Smart* (s. 97–118). Oxford University Press.
139. Czerwińska, T. i Jajuga, K. (2016). *Ryzyko instytucji finansowych. współczesne trendy i wyzwania*. C.H. Beck.
140. D’Aveni, R. A. i Ilinitch, A. Y. (1992). Complex patterns of vertical integration in the forest products industry: Systematic and bankruptcy risks. *Academy of Management Journal*, 35(3), 596–625.
141. Daily, C. M. i Johnson, J. L. (1997). Sources of CEO power and firm financial performance: A longitudinal assessment. *Journal of Management*, 23(2), 97–117.
142. Daly, J. P., Poudar, R. W. i Kabanoff, B. (2004). The Effects of Initial Differences in Firms’ Espoused Values on Their Postmerger Performance. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 40(3), 32–343.
143. Dang, T. L., Faff, R., Luong, H. i Nguyen, L. (2019). Individualistic cultures and crash risk. *European Financial Management*, 25(3), 622–654.
144. Das, T. K. i Teng, B.-S. (1998). Resource and Risk Management in the Strategic Alliance Making Process. *Journal of Management*, 24(1), 21–42.
145. Datta, S., Iskandar-Datta, M. i Raman, K. (2001). Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions. *Journal of Finance*, 56(6), 2299–2336.
146. Davis, J. H., Schoorman, F. D. i Donaldson, L. (1997a). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
147. Davis, J. H., Schoorman, F. D. i Donaldson, L. (1997b). Reply: the distinctiveness of agency theory and stewardship theory. *The Academy of Management Review*, 22(3), 611–613.

148. Deephouse, D. L. i Wiseman, R. M. (2000). Comparing alternative explanations for accounting risk-return relations. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 42(4), 463–482.
149. DeFusco, R. A., Johnson, R. R. i Zorn, T. S. (1990), The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders. *Journal of Finance*, 45(2), 617–627.
150. DellaVigna, S. (2009). Psychology and Economics: Evidence from the Field. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 315-372.
151. Denrell, J. (2004). Random Walks and Sustained Competitive Advantage. *Management Science*, 50(7), 922–934.
152. Desjardine, M. R. i Shi, W. (2021). How temporal focus shapes the influence of executive compensation on risk taking. *Academy of Management Journal*, 64(1), 265–292.
153. Deutsch, Y., Keil, T. i Laamanen, T. (2007). Decision making in acquisitions: the effect of outside directors' compensation on acquisition patterns. *Journal of Management*, 33(1), 30–56.
154. Devers, C. E., Cannella, Jr., A. A., Reilly, G. P. i Yoder, M. E. (2007). Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments. *Journal of Management*, 33(6), 1016–1072.
155. Devers, C. E., McNamara, G., Wiseman, R. M. i Arrfelt, M. (2008). Moving closer to the action: examining compensation design effects on firm risk. *Organization Science*, 19(4), 548-566.
156. Devers, C. E., Wiseman, R. M. i Holmes, R. M. (2007). The Effects of Endowment and Loss Aversion in Managerial Stock Option Valuation. *Academy of Management Journal*, 50(1), 191–208.
157. Díez-Esteban, J. M., García-Gómez, C. D., López-Iturriaga, F. J. i Santamaría-Mariscal, M. (2017). Corporate risk-taking, returns and the nature of major shareholders: Evidence from prospect theory. *Research in International Business and Finance*, 42(C), 900–911.
158. Dignam, A. i Galanis, M. (2009). *The globalization of corporate governance*. Ashgate Publishing.
159. DiMaggio, P. J. i Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160.

160. Doidge, C., Karolyi, G. A. i Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1–39.
161. Dolde, W. i Knopf, J. D. (2010). Insider Ownership, Risk, and Leverage in REITs. *Journal of Real Estate Financial Economics*, 41(4), 412–432
162. Donaldson, L. i Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64.
163. Dorweiler, V. P., i Yakhou, M. (2007). Corporate Governance: An International Comparison. *Corporate Ownership and Control*, 5, 219-224.
164. Drucker, P. F. (1972). *Concept of the Corporation*. John Day Company.
165. Dunbar, R. i Barrett, L. (2007). Evolutionary psychology in the round. W: L. Barrett i R. Dunbar (red.), *Oxford Handbook of Evolutionary Psychology* (3–10). Oxford University Press.
166. Duriau, V. J., Reger, R. K. i Pfarrer, M. D. (2007). A content analysis of the content analysis literature in organization studies: Research themes, data sources, and methodological refinements. *Organizational Research Methods*, 10(1), 5-34.
167. Dybiński, J. (2011). *Pojęcie i charakter prawny programu opcji menedżerskiej – zagadnienia prywatnoprawne* [niepublikowana rozprawa doktorska]. Uniwersytet Jagielloński w Krakowie.
https://ruj.uj.edu.pl/xmlui/bitstream/handle/item/31990/dybinski_pojecie_i_charakter_prawny_programu_opcji_menedzerskich_2011.pdf?sequence=1&isAllowed=y
168. Dyvik, E.H. (2024, 2 lutego). *Ratio between CEO and average worker pay in 2018, by country*. <https://www.statista.com/statistics/424159/pay-gap-between-ceos-and-average-workers-in-world-by-country/>.
169. Edmans, A., Gabaix, X. i Jenter, D. (2017). *Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*. NBER Working Paper, 23596. <http://www.nber.org/papers/w23596>
170. Edwards, W. (1955). The prediction of decisions among bets. *Journal of Experimental Psychology*, 50(3), 201-214.
171. Eggers, J. P. i Kaplan, S. (2009). Cognition and renewal: Comparing CEO and organizational effects on incumbent adaptation to technical change. *Organization Science*, 20(2), 461-477.
172. Eisenhardt, K. M. (1989). Making Fast Strategic Decisions in High-Velocity Environments. *The Academy of Management Journal*, 32(3), 543–576.

173. Fahimnia, B., Sarkis, J. i Davarzani, H. (2015). Green supply chain management: A review and bibliometric analysis. *International Journal of Production Economics*, 162(C), 101–114.
174. Faleye, O., Hoitash, R. i Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 160–181.
175. Fama, E. F. i French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, 18(3), 25–46.
176. Fama, E. i French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
177. Fanelli, A., Misangyi, V. F. i Tosi, H. L. (2009). In Charisma We Trust: The Effects of CEO Charismatic Visions on Securities Analysts. *Organization Science*, 20(6), 1011–1033.
178. Fargher, N., Jiang, A. i Yu, Y. (2014). How do auditors perceive CEO's risk-taking incentives? *Accounting and Finance*, 54(4): 1157–1181
179. Fellner, B., Holler, M., Kirchler, E. I Schabmann, A. (2007). Regulatory Focus Scale (RFS): Development of a scale to record dispositional regulatory focus. *Swiss Journal of Psychology*, 66, 109–116.
180. FERMA (2003). *Standard zarządzania ryzykiem*. <https://www.ferma.eu/app/uploads/2011/11/a-risk-management-standard-polish-version.pdf>
181. Fernandez, P. (2015). CAPM: an absurd model. *Business Valuation Review*, 34(1), 4–23.
182. Fey, C. F. i Patrick F. (2008). Top Management Incentive Compensation and Knowledge Sharing in Multinational Corporations. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1301–1323.
183. Fiegenbaum, A. (1990). Prospect theory and the risk-return association: An empirical examination in 85 industries. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 14(2), 187–203.
184. Fiegenbaum, A. i Thomas, H. (1985). An examination of the structural stability of Bowman's risk-return paradox. *Academy of Management Proceedings*, 1985(1), 7–10.
185. Fiegenbaum, A. i Thomas, H. (1986). Dynamic and risk measurement perspectives on Bowman's risk-return paradox for strategic management: An empirical study. *Strategic Management Journal*, 7(5), 395–407.

186. Fiegenbaum, A. i Thomas, H. (1988). Attitudes toward risk and the risk return paradox: Prospect theory explanations. *Academy of Management Journal*, 31, 85–106.
187. Fiegenbaum, A. i Thomas, H. (2004). Strategic Risk and Competitive Advantage: an integrative perspective. *European Management Review*, 1(1), 84–95.
188. Finkelstein, S. i Hambrick, D. (1989). Chief Executive Compensation: A Study of the Intersection of Markets and Political Processes. *Strategic Management Journal*, 10(2), 121-134.
189. Finkelstein, S. i Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative Science Quarterly*, 35(3), 484–503.
190. Fishbach, A. i Zhang, Y. (2008). Together or apart: when goals and temptations complement versus compete. *Journal of Personality and Social Psychology*, 94(4), 547-559.
191. Fishbach, A., Dhar, R. i Zhang, Y. (2006). Subgoals as substitutes or complements: The role of goal accessibility. *Journal of Personality and Social Psychology*, 91(2), 232-242.
192. Fishburn, P.C. (1970). *Utility theory for decision making*. New York: John Wiley & Sons.
193. Fishburn, P.C. (1988). *Nonlinear preference and utility theory*. Baltimore, MD: The Johns Hopkins University Press.
194. Fitzsimmons, J. R. i Douglas, E. J. (2011). Interaction between Feasibility and Desirability in the Formation of Entrepreneurial Intentions. *Journal of Business Venturing*, 26(4), 431–440.
195. Fletcher, J. (2000). On the Conditional Relationship Between Beta and Return in International Stock Returns. *International Review of Financial Analysis*, 9(3), 235–245.
196. Fligstein, N. i Freeland, R. (1995). Theoretical and comparative perspectives on corporate organization. *Annual Review of Sociology*, 21(1), 21–43.
197. Fong, E. A., Misangyi, V. F. i Tosi, H. L. (2010). the effect of CEO pay deviations on CEO withdrawal, firm size, and firm profits. *Strategic Management Journal*, 31(6), 629–651.
198. Forlani, D. i Mullins, J. W. (2000). Perceived risks and choices in entrepreneurs' new venture decisions. *Journal of Business Venturing*, 15(4), 305-322.
199. Forlani, D., Mullins, J. W. i Walker, Jr., O. C. (2002). New Product Decision Making: How Chance and Size of Loss Influence What Marketing Managers See and Do. *Psychology and Marketing*, 19(11), 957-981.

200. Förster, J., Higgins, E. T. i Bianco, A. T. (2003). Speed/accuracy decisions in task performance: Built-in trade-off or separate strategic concerns? *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 90(1), 148-164.
201. Förster, J., Higgins, E. T. i Idson, L. C. (1998). Approach and avoidance strength during goal attainment: Regulatory focus and the "goal looms larger" effect. *Journal of Personality and Social Psychology*, 75(5), 1115-1131.
202. Fox, C. R., Ratner, R. K. i Lieb, D. S. (2005). How subjective grouping of options influences choice and allocation: diversification bias and the phenomenon of partition dependence. *Journal of experimental psychology: General*, 134(4), 538-551.
203. Francis, B. B., Hasan, I., Hunter, D. M. i Zhu, Y. (2017). Do managerial risk-taking incentives influence firms' exchange rate exposure? *Journal of Corporate Finance*, 46(C), 154–169.
204. Franczuk, M. (2011). Zarządzanie ryzykiem w jednostkach sektora finansów publicznych jako jeden ze standardów kontroli zarządczej. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 42, 211–221.
205. Friedman, R. S. i Förster, J. (2001). The effects of promotion and prevention cues on creativity. *Journal of Personality and Social Psychology*, 81(6), 1001-1013.
206. Frijns, B., Gilbert, A., Lehnert, T. i Tourani-Rad, A. (2013). Uncertainty avoidance, risk tolerance and corporate takeover decisions. *Journal of Banking & Finance*, 37(7), 2457–2471.
207. Gada, V. P., Popli, M. i Malhotra, S. (2021). Time to complete the due diligence phase in mergers and acquisitions: impact of CEO psychological characteristics. *Applied Economics*, 53(50), 5812–5825.
208. Gamache D. L. i McNamara G., (2019). Responding to Bad Press: How CEO Temporal Focus Influences the Sensitivity to Negative Media Coverage of Acquisitions. *Academy of Management Journal*, 62, 3, 918–943.
209. Gamache, D. L., McNamara, G., Mannor, M. J. i Johnson, R. E. (2015). Motivated to acquire? The impact of CEO regulatory focus on firm acquisitions. *Academy of Management Journal*, 58(4), 1261-1282.
210. Gamache, D. L., Neville, F., Bundy, J. i Short, C. E. (2020). Serving differently: CEO regulatory focus and firm stakeholder strategy. *Strategic Management Journal*, 41(7), 1305–1335.

211. García-Granero, A., Llopis, O., Fernandez-Mesa, A. i Alegre, J. (2015). Unraveling the link between managerial risk-taking and innovation: The mediating role of a risk-taking climate. *Journal of Business Research*, 68(5), 1094–1104.
212. Gartner, W. i Liao, J. (2012). The effects of perceptions of risk, environmental uncertainty, and growth aspirations on new venture creation success. *Small Business Economics*, 39, 703–712.
213. Gavetti, G., Greve, H. R., Levinthal, D. A. i Ocasio, W. (2012). The Behavioral Theory of the Firm: Assessment and Prospects. *The Academy of Management Annals*, 6(1), 1-40.
214. Geletkanycz, M. A. i Black, S. S. (2001). Bound by the past? Experience-based effects on commitment to the strategic status quo. *Journal of Management*, 27(1), 3–21.
215. Gentry, R., Dibrell, C. i Kim, J. (2016). Long-Term Orientation in Publicly Traded Family Businesses: Evidence of a Dominant Logic. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 40, 733–757
216. Geppert, M., Dörrenbächer, C., Gammelgaard, J. i Taplin, I. (2013). Managerial Risk-taking in International Acquisitions in the Brewery Industry: Institutional and Ownership Influences Compared. *British Journal of Management*, 24(3), 316–332
217. Gerhart, B. (2022). *Compensation*. McGraw Hill.
218. Gigerenzer, G. i Brighton, H. (2009). Homo heuristicus: why biased minds make better inferences. *Topics in cognitive science*, 1(1), 107–143.
219. Gigerenzer, G. i Selten, R. (red.) (2001). *Bounded rationality: The adaptive toolbox*. Cambridge, MA: The MIT Press.
220. Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381–402.
221. Gilson, R. i Roe, M. (1993). Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps Between Corporate Governance and Industrial Organization. *Yale Law Journal*, 102(4), 891–895.
222. Gimeno, J. (1999). Reciprocal threats in multimarket rivalry: Staking out "spheres of influence" in the U.S. airline industry. *Strategic Management Journal*, 20(2), 101–128.
223. Gino, F. i Margolis, J. D. (2011). Bringing ethics into focus: How regulatory focus and risk preferences influence (un)ethical behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 115(2), 145-156.

224. Glänzel, W. i Czerwon, H. J. (1996). A new methodological approach to bibliographic coupling and its application to the national, regional and institutional level. *Scientometrics*, 37: 195–221.
225. Gomez-Mejia, L. i Wiseman, R. M. (1997). Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook. *Journal of Management*, 23(3), 291–374.
226. Gómez-Mejía, L. R., Berrone, P. i Franco-Santos, M. (2010). *Compensation and organizational performance: Theory, research and practice*. Armonk, NY: M. E. Sharpe.
227. Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L. i Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.
228. Gómez-Mejía, L. R., Martin, G. Villena, V. H. i Wiseman, R. M. (2021). The behavioral agency model: Revised concepts and implications for operations and supply chain research. *Decision Sciences*, 52, 1026–1038.
229. Gómez-Mejía, L. R., Neacsu, I. i Martin, G. (2019). CEO Risk-Taking and Socioemotional Wealth: The Behavioral Agency Model, Family Control, and CEO Option Wealth. *Journal of Management*, 45(4), 1713–1738.
230. Gomez-Mejia, L., Wiseman, R. M. i Dykes, B. J. (2005). Agency Problems in Diverse Contexts: A Global Perspective. *Journal of Management Studies*, 42(7), 1507–1517.
231. Gooding, R. Z., Goel, S. i Wiseman, R. M. (1996). Fixed versus variable reference points in the risk-return relationship. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 29(2), 331–350.
232. Goodwin, P. i Wright, G. (2016). *Analiza decyzji*. Warszawa: Wydawnictwo Nieoczywiste.
233. Gospodarek, T. (2014). *Zarządzanie dla racjonalnego menedżera*. Warszawa: Difin.
234. GPW (2021). *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*. <https://www.gpw.pl/dobre-praktyki-2021>
235. Graham, J. R., Harvey i C. R., Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
236. Greve, H. R. (2003). A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: Evidence from shipbuilding. *Academy of Management Journal*, 46(6), 685–702.
237. Greve, H. R. (2008). A behavioral theory of firm growth: Sequential attention to size and performance goals. *Academy of Management Journal*, 51(3), 476–494.

238. Greve, H. R. (2011). Positional rigidity: Low performance and resource acquisition in large and small firms. *Strategic Management Journal*, 32(1), 103–114.
239. Griffin, R. W. (1996). *Podstawy zarządzania organizacjami*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
240. Grundy, K. i Malkiel, B. G. (1996). Reports of beta's death have been greatly exaggerated. *Journal of Portfolio Management*, 22, 36–44.
241. Guest, P. M. (2009) The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15, 385-404.
242. Guzowska, M. i Doszyń, M. (2014). Sposoby tworzenia kontraktu w modelu agent-pryncypał a skłonność do ryzyka. *Studia i prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania*, 36(1), 53-62.
243. Habib, A. i Hasan, M. M. (2017). Firm life cycle, corporate risk-taking and investor sentiment. *Accounting and Finance*, 57(2): 465–497
244. Halamish, V., Liberman, N., Higgins, E. T. i Idson, L. C. (2008). Regulatory focus effects on discounting over uncertainty for losses vs. gains, *Journal of Economic Psychology*, Elsevier, 29(5), 654-666.
245. Halebian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A. i Davison, R. B. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502.
246. Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *The Academy of Management Review*, 32(2), 334–343.
247. Hambrick, D. C. (2018). Upper Echelons Theory. W: M. Augier i D. J. Teece (red.), *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management* (s. 1782–1785). Palgrave Macmillan.
248. Hambrick, D. C. i Finkelstein, S. (1987). Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes. *Research in Organizational Behavior*, 9, 369–406.
249. Hambrick, D. C. i Fukutomi, G. D. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *The Academy of Management Review*, 16(4), 719–742.
250. Hambrick, D. C. i Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
251. Hambrick, D. C. i Snow, C. C. (1977). A Contextual Model of Strategic Decision Making in Organizations. *Academy of Management Proceedings*, (1), 109-112.

252. Hambrick, D. C., Cho, T. S. i Chen, M.-J. (1996). The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves. *Administrative Science Quarterly*, 41(4), 659–684.
253. Hambrick, D. C., MacMillan, I. C. i Day, D. L. (1982). Strategic Attributes and Performance in the BCG Matrix – A PIMS-Based Analysis of Industrial Product Businesses. *The Academy of Management Journal*, 25(3), 510–531.
254. Hamstra, M. R. W., Bolderdijk, J. W. i Veldstra, J. L. (2011). Everyday risk taking as a function of regulatory focus. *Journal of Research in Personality*, 45(1), 134-137.
255. Han, J. i Pan, Z. (2015). CEO inside debt and investment-cash flow sensitivity. *Accounting and Finance*, 56(2), 423–443.
256. Hannan, M. T. i Freeman, J. (1977). The Population Ecology of Organizations. *American Journal of Sociology*, 82(5), 929–964.
257. Harrington, B. (2012). Scenes from a Power Struggle: The Rise of Retail Investors in the US Stock Market. *Research in the Sociology of Organizations*, 34, 231–258.
258. Haugen, R. A. i Senbet, L. W. (1981). Resolving the Agency Problems of External Capital through Options. *The Journal of Finance*. 36(3), 629–647.
259. Healy, P. M. i Whalen. J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365–383.
260. Heath, C., Huddart, S. i Lang, M. (1999). Psychological factors and stock option exercise. *Quarterly Journal of Economics*, 114, 601-627.
261. Heath, C., Larrick, R. P. i Wu, G. (1999). Goals as reference points. *Cognitive psychology*, 38(1), 79-109.
262. Heckman, J. J. (1979). Sample selection bias as a specification error. *Econometrica*, 47, 153–161.
263. Heinz, P., Patel, C. i Hellmann, A. (2013). Some theoretical and methodological suggestions for studies examining accountants' professional judgments and earnings management, *Advances in accounting*, 29(2), 299-311.
264. Helliar, C., Lonie, A., Power, D., i Sinclair, D. (2001). *Attitudes of UK Managers to Risk and Uncertainty*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
265. Henderson, A. D., Miller, D. i Hambrick, D. C. (2006). How Quickly Do CEOs Become Obsolete? Industry Dynamism, CEO Tenure, and Company Performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447–460.

266. Henkel, J., (2009). The risk-return paradox for strategic management: disentangling true and spurious effects. *Strategic Management Journal*, 30(3), 287–303.
267. Higgins E. T. (1987). Self-discrepancy: a theory relating self and affect. *Psychological review*, 94(3), 319–340.
268. Higgins, E. T. (1997). Beyond pleasure and pain. *American Psychologist*, 52(12), 1280-1300.
269. Higgins, E. T. (1998). Promotion and prevention: Regulatory focus as a motivational principle. *Advances in experimental social psychology*, 30, 1–46.
270. Higgins, E. T. (2000). Making a good decision: Value from fit. *American Psychologist*, 55(11), 1217-1230.
271. Higgins, E. T. (2018). What distinguishes promotion and prevention? Attaining “+1” from “0” as non-gain versus maintaining “0” as non-loss. *Polish Psychological Bulletin*, 49(1), 40-49.
272. Higgins, E. T. i Cornwell, J. F. M. (2016). Securing foundations and advancing frontiers: Prevention and promotion effects on judgment & decision making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 136, 56-67.
273. Higgins, E. T. i Liberman, N. (2018). The loss of loss aversion: Paying attention to reference points. *Journal of Consumer Psychology*, 28(3), 523-532.
274. Higgins, E. T. i Silberman, I. (1998). Development of regulatory focus: Promotion and prevention as ways of living. W: J. Heckhausen & C. S. Dweck (red.), *Motivation and self-regulation across the life span* (s. 78-113). New York: Cambridge University Press.
275. Higgins, E. T., Friedman, R. S., Harlow, R. E., Idson, L. C., Ayduk, O. N. i Taylor, A. (2001). Achievement orientations from subjective histories of success: Promotion pride versus prevention pride. *European Journal of Social Psychology*, 31, 3–23.
276. Higgins, E. T., Klein, R. i Strauman, T. (1985). Self-concept discrepancy theory: A psychological model for distinguishing among different aspects of depression and anxiety. *Social Cognition*, 3(1), 51–76.
277. Higgins, E. T., Roney, C. J., Crowe, E. i Hymes, C. (1994). Ideal versus ought predilections for approach and avoidance: Distinct self-regulatory systems. *Journal of Personality and Social Psychology*, 66(2), 276–86.
278. Hillson, D. i Murray-Webster, M. (2007). *Understanding and managing risk attitude*. Taylor & Francis.

279. Hmieleski, K. M. i Baron, R. A. (2008). Regulatory focus and new venture performance: A study of entrepreneurial opportunity exploitation under conditions of risk versus uncertainty. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2, 285–299.
280. Hodoshima, J., Garza-Gomez, X. i Kunimura, M. (2000). Cross-sectional regression analysis of return and beta in Japan, *Journal of Economics and Business*, 52(6), 515-533.
281. Hofstede, G. (2001). *Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations*. Sage, Thousand Oaks, CA.
282. Hofstede, G. i Bond, M. H. (1988). The Confucius connection: From cultural roots to economic growth. *Organizational Dynamics*, 16(4), 5-21.
283. Holder, A. D., Petkevich, A. i Moore, G. (2016). Does managerial myopia explain Bowman's Paradox? *American Journal of Business*, 31(3), 102-122.
284. Holler, M., Hoelzl, E., Kirchler, E., Leder, S. i Mannetti, L. (2008). Framing of information on the use of public finances, regulatory fit of recipients and tax compliance. *Journal of Economic Psychology*, 29(4), 597–611.
285. Horney, N., Pasmore, B. i O'Shea, T. (2010). Leadership agility: A business imperative for a VUCA world. *Human resource planning*, 33(4), 34.
286. Horowitz, J. i McConnell, K. (2002). A Review of WTA/WTP Studies. *Journal of Environmental Economics and Management*, 44(3), 426-447.
287. Hoskisson, R. E., Castleton, M. W. i Withers, M. C. (2009). Complementarity in monitoring and bonding: More intense monitoring leads to higher executive compensation. *Academy of Management Perspectives*, 23, 57-74.
288. Hoskisson, R. E., Chirico, F., Zyung, J. i Gambeta, E. (2017). Managerial risk taking: A multitheoretical review and future research agenda. *Journal of Management*, 43(1), 137-169.
289. Hoskisson, R. E., Hitt, M. A. i Hill, C. W. L. (1991). Managerial risk taking in diversified firms: An evolutionary perspective. *Organization Science*, 2, 296-314.
290. Hoskisson, R. E., Hitt, M. A. i Hill, C. W. L. (1993). Managerial incentives and investment in R&D in large multiproduct firms. *Organization Science*, 4, 325-341.
291. Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A. i Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45, 697-716.

292. Hoskisson, R. E., Johnson, R. A. i Moesel, D. D. (1994). Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal*, 37, 1207-1251.
293. Hsu, W.-H. i Wu, L.-C. (2022). Manager Regulatory Focus and Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting Review*, 75, 41-79.
294. Hu, C. i Jiang, W. (2018). Managerial risk incentives and accounting conservatism. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(3), 781–813
295. Huang, Y.-T., Wu, M.-C. i Liao, S.-L. (2013). The Relationship Between Equity-Based Compensation and Managerial Risk Taking: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 49(S2), 107–125.
296. Humphery-Jenner, M. (2014). Takeover Defenses, Innovation, and Value-Creation: Evidence from Acquisition Decisions. *Strategic Management Journal*, 35(5), 668–690.
297. Humphery-Jenner, M. i Suchard, J.-A. (2013). Foreign VCs and Venture Success: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 21(1), 16–35.
298. Huse, M. (2007). Structures and leadership. W: M. Huse (red.), *Boards, Governance and Value Creation. The Human Side of Corporate Governance* (s. 175–207). Cambridge University Press.
299. Hutchinson, M., Seamer, M. i Chapple, L. (2015). Institutional investors, risk/performance and corporate governance. *International Journal of Accounting*, 50(1), 31–52.
300. Iyer, D. N. i Miller, K. D. (2008). Performance feedback, slack, and the timing of acquisitions. *Academy of Management Journal*, 51(4), 808–822.
301. Jacobs, M. T. (1991). *Short-Term America: The Causes and Cures of Our Business Myopia*. Harvard Business School Press.
302. Jain, S. P., Agrawal, N. i Maheswaran, D. (2006). When More May Be Less: The Effects of Regulatory Focus on Responses to Different Comparative Frames. *Journal of Consumer Research*, 33(1), 91–98.
303. Jajuga, K. (red.). (2019). *Zarządzanie ryzykiem*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
304. Jajuga, K. i Jajuga, T. (2006). *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

305. Jansen, E. J., Miele, D. B., Fujita, K. i Scholer, A. A. (2022). Managing the motivation of others: Do managers recognize how to manage regulatory focus in subordinates? *Motivation Science*, 8(4), 330–345.
306. Jarneving, B. (2005). A Comparison of Two Bibliometric Methods for Mapping of the Research Front. *Scientometrics*, 65, 245–263.
307. Javaid, F. i Saboor, A. (2015). Impact of Corporate Governance index on Firm Performance: evidence from Pakistani manufacturing sector. *Journal of Public Administration and Governance*, 5(2), 1–21.
308. Jędralska, K. i Czech, A. (2011). O naturze niepewności i jej interpretacjach. *Master of Business Administration*. 19(3), 9-18.
309. Jedynak, P. (2015). Risks related to key persons of service companies noted on the NewConnect. *Jagiellonian Journal of Management*, 1(3), 175-187.
310. Jegers, M. (1991). Prospect theory and the risk-return relation: Some Belgian evidence. *Academy of Management Journal*, 34(1), 215–225.
311. Jemison, D. (1987). Risk and the relationship among strategy, organizational processes, and performance. *Management Science*, 33(9), 1087–1101.
312. Jensen, M. C. i Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
313. Jensen, M. C. i Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
314. Jensen, M. i Zajac, E. J. (2004). Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm. *Strategic Management Journal*, 25(6), 507–524.
315. Jeong, S.-H. i Harrison, D. A. (2017). Glass breaking, strategy making, and value creating: Meta-analytic outcomes of women as CEOs and TMT members. *Academy of Management Journal*, 60(4), 1219–1252.
316. Jeżak, J. (2014). Corporate Governance as a Concept in Evolution (The Case of Poland). *Journal of Positive Management*, 5(1), 43–53.
317. Jiang, W., Wang, L., Chu, Z. i Zheng, C. (2020). How Does CEO Regulatory Focus Matter? The Impacts of CEO Promotion and Prevention Focus on Firm Strategic Change. *Group & Organization Management*, 45(3), 386–416.

318. Johnson, P. D., Smith, M. B., Wallace, J. C., Hill, A. D. i Baron, R. A. (2015). A review of multilevel regulatory focus in organizations. *Journal of Management*, 41(5), 1501-1529.
319. Johnson, R. E. i Steinman, L. (2009). Use of implicit measures for organizational research: An empirical example. *Canadian Journal of Behavioural Science / Revue canadienne des sciences du comportement*, 41(4), 202–212.
320. Johnson, R. E., Lanaj, K., Tan, J. A. i Chang, C.-H. (D.) (2012). Putting our trust in fairness: Justice and Regulatory focus as triggers of trust and cooperation. W: C. A. Schriesheim i L. L. Neider (red.), *Perspectives on justice and trust in organizations* (s. 1–28). IAP Information Age Publishing.
321. Josefy, M., Kuban, S., Ireland, R. D. i Hitt, M. A. (2015). All Things Great and Small: Organizational Size, Boundaries of the Firm, and a Changing Environment. *The Academy of Management Annals*, 9(1), 715–802.
322. Josephs, R. A., Larrick, R. P., Steele, C. M. i Nisbett, R. E. (1992). Protecting the self from the negative consequences of risky decisions. *Journal of personality and social psychology*, 62(1), 26–37.
323. Ju, N., Leland, H. i Senbet, L. W. (2014). Options, option repricing in managerial compensation: Their effects on corporate investment risk. *Journal of Corporate Finance*, 29(C), 628–643
324. Judge, T. A., Locke, E. A., Durham, C. C. i Kluger, A. N. (1998). Dispositional effects on job and life satisfaction: the role of core evaluations. *The Journal of applied psychology*, 83(1), 17-34.
325. Jürgens, U. i Rupp, J. (2002). The German system of corporate governance: Characteristics and changes, WZB Discussion Paper, No. FS II 02-203.
326. Kacelnik, A. (2006). *Meanings of rationality*. W: S. Hurley i M. Nudds (red.), *Rational animals?* (s. 87–106). Oxford University Press.
327. Kacelnik, A. i Bateson, M. (1997). Risk-sensitivity: crossroads for theories of decision-making. *Trends in Cognitive Sciences*, 1(8), 304-309.
328. Kahneman, D. (2000). A psychological point of view: Violations of rational rules as a diagnostic of mental processes. *Behavioral and Brain Sciences*, 23(5), 681-683.
329. Kahneman, D. (2003). Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics. *The American Economic Review*, 93(5), 1449-1475.
330. Kahneman, D. (2012). *Pułapki myślenia. O myśleniu szybkim i wolnym*. Media Rodzina.

331. Kahneman, D. i Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263-292.
332. Kahneman, D. i Tversky, A. (1982). The psychology of preferences. *Scientific American*, 246(1), 160–173.
333. Kahneman, D., Knetsch, J. L. i Thaler, R. H. (1990). Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem. *Journal of Political Economy*, 98(6), 1325-1348.
334. Kahneman, D., Knetsch, J. L. i Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193-206.
335. Kammerlander, N., Burger, D., Fust, A. i Fueglistaller, U. (2015). Exploration and Exploitation in Established Small and Medium-sized Enterprises: The Effect of CEOs' Regulatory Focus. *Journal of Business Venturing*, 30(4), 582–602.
336. Kaplan, S. (2008). Cognition, capabilities, and incentives: assessing firm response to the fiber-optic revolution. *Academy of Management Journal*, 51(4), 672-695.
337. Kaplan, S. N. (2012). *Executive Compensation and Corporate Governance in the U.S.: Perceptions, Facts and Challenges*. NBER Working Paper, 18395. <http://www.nber.org/papers/w18395>
338. Kark, R. i van Dijk, D. (2007). Motivation to Lead, Motivation to Follow: The Role of the Self-Regulatory Focus in Leadership Processes. *The Academy of Management Review*, 32(2), 500-528.
339. Kashmiri, S., Gala, P. i Nicol, C. D. (2019). Seeking pleasure or avoiding pain: Influence of CEO regulatory focus on firms' advertising, R&D, and marketing controversies. *Journal of Business Research*, 105(C), 227–242.
340. Keil, T., Maula, M. i Syrigos, E. (2017). CEO Entrepreneurial Orientation, Entrenchment, and Firm Value Creation. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41, 4, 475–504.
341. Keller, J., Hurst, M. i Uskul, A. K. (2008). Prevention-focused self-regulation and aggressiveness. *Journal of Research in Personality*, 42(4), 800-820.
342. Kessler, M. M. (1963). Bibliographic coupling between scientific papers. *American Documentation*, 14(1), 10–25.
343. Keynes, J.M. (1921). *A treatise on probability*. Mineola, N.Y.: Dover Publications.
344. Kim, J. Y., Finkelstein, S. i Halebian, J. (2015). All aspirations are not created equal: The differential effects of historical and social aspirations on acquisition behavior. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1361–1388.

345. Kim, K. i Buchanan, R. (2008). CEO Duality Leadership and Firm Risk-Taking Propensity. *Journal of Applied Business Research*, 24(1), 27–42.
346. Kim, K., Patro, S. i Pereira, R. (2017). Option incentives, leverage, and risk-taking. *Journal of Corporate Finance*, 43(C): 1–18
347. Kimberly, J. R. i Evanisko, M. J. (1981). Organizational innovation: the influence of individual, organizational, and contextual factors on hospital adoption of technological and administrative innovations. *Academy of Management Journal*, 24, 689–713.
348. King, T. D. i Wen, M. (2011). Shareholder governance, bondholder governance, and managerial risk-taking. *Journal of Banking and Finance*, 35, 512–531
349. Kirkpatrick, G. (2009). The corporate governance lessons from the financial crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*, (1), 61–87.
350. Kish-Gephart, J. J. i Campbell, J. T. (2015). You don't forget your roots: The influence of CEO social class background on strategic risk taking. *Academy of Management Journal*, 58(6), 1614–1636.
351. Klimczak, K. M. (2011). Zarządzanie ryzykiem. Nowy wymiar nadzoru. W: D. Dobija i I. Kołodkiewicz (red.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki* (s. 415–459). Wolters Kluwer Polska.
352. Kluger, A. N., Stephan, E., Ganzach, Y. i HersHKovitz, M. (2004). The effect of regulatory focus on the shape of probability-weighting function: Evidence from a cross-modality matching method. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 95(1), 20-39.
353. Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston, MA: Houghton Mifflin.
354. Koerniadi, H., Krishnamurti, C. i Tourani-Rad, A. (2014). *Cross-Border mergers and acquisitions and default risk*. In World Finance and Banking Symposium. Singapore.
355. Kogan, N. i Wallach, M. A. (1967). Group risk taking as a function of members' anxiety and defensiveness levels. *Journal of Personality*, 35(1), 50-63.
356. Kołodkiewicz, I. (1999). *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*. Warszawa: Poltext.
357. Kolańczyk, A. i Rocznińska, M. (2015). The Affective Self-regulation of Covert and Overt Reasoning in a Promotion vs. Prevention Mind-set. *Polish Psychological Bulletin*, 46(2), 228-238.

358. Kolańczyk, A., Bąk, W. i Roczniwska, M. (2013). Promotion and Prevention Self-Regulation Scale (PPSS). *Psychologia Społeczna*, 8(25), 203–218.
359. Koo, M. i Fishbach, A. (2008). Dynamics of self-regulation: How (un)accomplished goal actions affect motivation. *Journal of personality and social psychology*, 94(2), 183-195.
360. Korombel, A. (2017). Apetyt na ryzyko — próba uporządkowania terminologii. *Przeгляд Organizacji*, 4 (927), 47-53.
361. Kószegi, B. i Rabin, M. (2007). Reference-Dependent Risk Attitudes. *The American Economic Review*, 97(4), 1047–1073.
362. Kozioł, L. (2013). Kontrakty menedżerskie we współczesnych nurtach nadzoru korporacyjnego. *Zarządzanie i Finanse*, 2(6), 244–259.
363. Krause, R., Semadeni, M. i Cannella, Jr., A. A. (2013). CEO Duality: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286.
364. Kravet, T. D., 2014, Accounting conservatism and managerial risk-taking: Corporate acquisitions. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2), 218–240.
365. Kreiser, P. i Marino, L. (2002). Analyzing the historical development of the environmental uncertainty construct. *Management Decision*, 40(9), 895–906.
366. Krupski, R., Jasiński, B. i Stańczyk-Hugiet, E. (2004). Funkcje nadzoru korporacyjnego z perspektywy nauki o zarządzaniu. W: B. Nogalski i P. Walentynowicz (red.), *Zarządzanie w grupach kapitałowych: aspekty organizacyjne, finansowe, właścicielskie i personalne* (s. 295–302). Wydawnictwo Wyższej Szkoły Administracji i Biznesu im. Eugeniusza Kwiatkowskiego.
367. Krzakiewicz, K. (2003). Kryzys i zarządzanie ryzykiem w organizacji. W: K. Zimniewicz, (red.), *Współczesne tendencje w zarządzaniu. Zeszyty Naukowe AE Poznań*, 33.
368. Krzakiewicz, K. i Cyfert, S. (2013). *Teoretyczne problemy zarządzania organizacjami*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
369. Krzysztofek, A. (2012). Teoretyczne aspekty funkcjonowania nadzoru korporacyjnego. *Zarządzanie i Finanse*, 4(1), 331–347.
370. Kuang, Y. F. i Qin, B. (2013). Credit Ratings and CEO Risk-Taking Incentives. *Contemporary Accounting Research*, 30(4): 1524–1559
371. Kubińska, E. (2012). Psychologiczne miary ryzyka inwestycyjnego. *Zeszyty Naukowe / Polskie Towarzystwo Ekonomiczne*, 13, 239–247.

372. Kuhberger, A. (1998). The Influence of Framing on Risky Decisions: A Meta-analysis. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 75(1), 23-55.
373. Kuhberger, A., Schulte-Mecklenbeck, M. i Perner, J. (1999). The Effects of Framing, Reflection, Probability, and Payoff on Risk Preference in Choice Tasks. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 78(3), 204-231.
374. Lanaj, K., Chang, C. H. i Johnson, R. E. (2012). Regulatory focus and work-related outcomes: a review and meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 138(5), 998-1034.
375. Larraza-Kintana, M., Wiseman, R. M., Gomez-Mejia, L. R. i Welbourne, T. M. (2007). Disentangling compensation and employment risks using the behavioral agency model. *Strategic Management Journal*, 28(10), 1001–1019.
376. Larrick, R. P. (1993). Motivational factors in decision theories: The role of self-protection. *Psychological Bulletin*, 113(3), 440-450.
377. Larwood, L., Falbe, C. M., Kriger, M. P. i Miesing, P. (1995). Structure and Meaning of Organizational Vision. *Academy of Management Journal*, 38(3), 740–69.
378. Lattimore, P. K., Baker, J. R. i Witte, A. D. (1992). The influence of probability on risky choice: A parametric examination, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 17(3), 377-400.
379. Laughhunn, D. J., Payne, J. W., Crum, R. (1980). Managerial Risk Preferences for Below-Target Returns. *Management Science*, 26(12), 1238-1249.
380. Le, Q.-A. i Lee, C.-Y. (2023). Below-aspiration performance and risk-taking behaviour in the context of Taiwanese electronic firms: a contingency analysis, *Asia Pacific Business Review*, 29(3), 654-677.
381. Lee, W. i Moon, J. (2016). Determinants of CEO strategic risk-taking in the airline industry. *Tourism Management Perspectives*, 18, 111–117.
382. Lehuedé, H. J., Kirkpatrick, G. i Teichmann, D. (2012). Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. *SSRN Electronic Journal*. 10.2139/ssrn.2393978.
383. Leiblein, M. J. i Madsen, T. L. (2009). Unbundling Competitive Heterogeneity: Incentive Structures and Capability Influences on Technological Innovation. *Strategic Management Journal*, 30(7), 711–35.
384. Leis, A., Ronzano, F., Mayer, M. A., Furlong, L. I. i Sanz, F. (2019). Detecting Signs of Depression in Tweets in Spanish: Behavioral and Linguistic Analysis. *Journal of Medical Internet Research*, 21(6), e14199.

385. Levinthal, D.A. i March, J.G. (1993). The Myopia of Learning. *Strategic Management Journal*, 14, 95-112.
386. Lewellen, K., (2006). Financing decisions when managers are risk averse. *Journal of Financial Economics*, 82(3), 551-589.
387. Lewellyn, K. (2018). Gold for now and the golden years: Effects of CEO stock options and retirement pay on cross-border acquisitions. *Journal of Strategy and Management*, 11(3), 306-327.
388. Lewellyn, K. B. i Muller-Kahle, M. I. (2012). CEO Power and Risk Taking: Evidence from the Subprime Lending Industry. *Corporate Governance: An International Review*, 20(3), 289-307.
389. Li, J. i Tang, Y. (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. *Academy of Management Journal*, 53(1), 45-68.
390. Li, K., Griffin, D., Yue, H. i Zhao, L. (2013). How does culture influence corporate risk-taking? *Journal of Corporate Finance*, 23(C), 1-22.
391. Libby, R. i Fishburn, P. C. (1977). Behavioral Models of Risk Taking in Business Decisions: A Survey and Evaluation. *Journal of Accounting Research*, 15(2), 272–292.
392. Liberman, N., Idson, L. C., Camacho, C. J. i Higgins, E. T. (1999). Promotion and prevention choices between stability and change. *Journal of personality and social psychology*, 77(6), 1135–1145.
393. Lieberman, S. i O'Connor, J. F. (1972). Leadership and organizational performance: a study of large corporations. *American Sociological Review* 37(2), 117–130.
394. Lim, E. N. K. (2017). CEO option wealth and firm risk-taking: An analysis of multiple reference points. *Long Range Planning*, 50(6), 809–825.
395. Lim, E. N. K. (2018). Social pay reference point, external environment, and risk taking: An integrated behavioral and social psychological view. *Journal of Business Research*, 82, 68–78.
396. Lim, E. N. K. i McCann, B. T. (2014). Performance Feedback and Firm Risk Taking: The Moderating Effects of CEO and Outside Director Stock Options. *Organization Science* 25(1), 262-282.
397. Lim, E. N. K., i McCann, B. T. (2013). The Influence of Relative Values of Outside Director Stock Options on Firm Strategic Risk from a Multi-Agent View. *Strategic Management Journal*, 34(13), 1568-1590.

398. Lin, C., Officer, M. i Shen, B. (2018). Managerial Risk-Taking Incentives and Merger Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), 643–680.
399. Lin, X. i Germain, R. (2003). Organizational Structure, Context, Customer Orientation, and Performance: Lessons from Chinese State-Owned Enterprises. *Strategic Management Journal*, 24(11), 1131–51.
400. Liu, H. (2011). Impact of Regulatory Focus on Ambiguity Aversion. *Journal of Behavioral Decision Making*, 24, 412 - 430.
401. Lobrij, M., Kaptein, M. i Lückerath-Rovers, M. (2020). What national governance codes say about corporate culture. *Corporate Governance*, 20(5), 903–917.
402. Locke, E. A. i Latham, G. P. (1990). Work motivation and satisfaction: Light at the end of the tunnel. *Psychological Science*, 1(4), 240-246.
403. Lockwood, P., Jordan, C. H. i Kunda, Z. (2002). Motivation by positive and negative role models: Regulatory focus determines who will best inspire us. *Journal of Personality and Social Psychology*, 83(4), 854-864.
404. Lopes, L. L. (1987). Between hope and fear: The psychology of risk. W: L. Berkowitz (red.), *Advances in experimental social psychology*, vol. 20 (s. 255–295). Academic Press.
405. Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 470–490.
406. Lu, J. i Wang, W. (2018). Managerial conservatism, board independence and corporate innovation. *Journal of Corporate Finance*, 48(C), 1–16.
407. Luhmann, N. (2008). *Risk. A Sociological Theory*. Aldine Transactions.
408. Lupton, D. (1999). *Risk and sociocultural theory: New directions and perspectives*. Cambridge University Press.
409. Łukowski, M. (2016). Wykorzystanie modeli przełącznikowych do analizy efektywności rynku kapitałowego w Polsce. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 3, 155-168.
410. Ma R., Hou W., Priem R. i Wright P. (2022). Does restricted stock turn CEOs into risk-averse managers? Insights from the regulatory focus theory. *Long Range Planning*, 55(2), 102165.
411. Maassen, G. F. (2002). *An International Comparison of Corporate Governance Models. A Study on the Formal Independence and Convergence of One-tier and Two-tier Corporate Boards of Directors in the United States of America, the United Kingdom and the Netherlands*. Ph.D. Series in General Management, Nr. 31. Rotterdam School of

Management.

https://pure.eur.nl/ws/portalfiles/portal/46311181/Maassen_9789090125916.pdf

412. MacCrimmon, K. R. i Wehrung, D. A. (1986). *Taking risks: The management of uncertainty*. Free Press.
413. MacCrimmon, K. R. i Wehrung, D. A. (1990). Characteristics of Risk-Taking Executives. *Management Science*, 36(4), 422–435.
414. Maehr, M. i Sjogren, D. (1971). Atkinson's Theory of Achievement Motivation: First Step toward a Theory of Academic Motivation? *Review of Educational Research*, 41(2), 143-161.
415. Makri, M., Lane, P. J. i Gómez-Mejía, L. R. (2006). CEO incentives, innovation, and performance in technology-intensive firms: a reconciliation of outcome and behavior-based incentive schemes. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1057–1080.
416. Małkowska-Borowczyk, M. (2012). *Negatywna koncepcja ryzyka w teorii i praktyce zarządzania*. W: E. Urbanowska-Sojkin (red.), *Ryzyko w zarządzaniu strategicznym przedsiębiorstwem. Teoria i praktyka* (s. 9–21). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
417. Malmendier, U. i Tate, G. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
418. Malthora, S., Reus, T. H., Zhu, P. C. i Roelofsen, E. M. (2018). The Acquisitive Nature of Extraverted CEOs. *Administrative Science Quarterly*, 63(2), 370-408.
419. Mannor, M. J., Wowak, A. J., Bartkus, V. O. i Gomez-Mejia, L. R. (2016). Heavy lies the crown? How job anxiety affects top executive decision making in gain i loss contexts. *Strategic Management Journal*, 37(9), 1968–1989.
420. Mao, C. i Zhang, C. (2018). Managerial Risk-Taking Incentive and Firm Innovation: Evidence from FAS 123R. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), 867–898.
421. Marcel, J. J., Barr, P. S. i Duhaime, I. M. (2010). The influence of executive cognition on competitive dynamics. *Strategic Management Journal*, 32, 115–138.
422. March, J. (1962). The Business Firm as a Political Coalition. *The Journal of Politics*, 24(4), 662-678.
423. March, J. (1988). Variable risk preferences and adaptive aspirations. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 9(1), 5-24.

424. March, J. G. i Shapira, Z. (1987). Managerial perspectives on risk and risk taking. *Management Science*, 33(11), 1404-1417.
425. Markowicz, J. (2022). *ESOP for Startups: Shares, Options or Cash Equivalent?* <https://www.vestbee.com/blog/articles/esop-for-startups-shares-options-or-cash-equivalent>
426. Marsh, J. S. i Graefe-Anderson, R. (2018). Undermining incentives: CEO reactions to compensation rebalancing. *Journal of Management & Governance*, 22(2), 365–391.
427. Marsh, T. A. i Swanson, D. S. (1984). Risk-return trade-offs for strategic management. *Sloan Management Review*, Spring 1984, 35–49.
428. Marszałek, M., Miązek, A. i Roczniowska, M. (2023). Promotion and prevention regulatory focus LIWC dictionary. Polish adaptation and validation. *PLoS ONE*, 18(7), e0288726.
429. Martin, G. P., Gómez-Mejía, L. R. i Wiseman, R. M. (2013). Executive stock options as mixed gambles: Revisiting the behavioral agency model. *Academy of Management Journal*, 55(8), 451-472.
430. Martin, G. P., Washburn, N. T., Makri, M. i Gómez-Mejía, L. R. (2015). Not All Risk Taking is Born Equal: The Behavioral Agency Model and CEO's Perception of Firm Efficacy. *Human Resource Management*, 54(3), 483-498.
431. Martin, G. P., Wiseman, R. M. i Gómez-Mejía, L. (2016a). Bridging finance and behavioral scholarship on agent risk sharing and risk taking. *Academy of Management Perspectives*, 30(4), 349–368.
432. Martin, G. P., Wiseman, R. M. i Gómez-Mejía, L. R. (2016b). Going short-term or long-term? CEO stock options and temporal orientation in the presence of slack. *Strategic Management Journal*, 37(12), 2463–2480.
433. Martin, G. P., Wiseman, R. M. i Gomez-Mejia, L. R. (2019). The Interactive Effect of Monitoring and Incentive Alignment on Agency Costs. *Journal of Management*, 45(2), 701-727.
434. Martino, P., Rigolini, A. i 'Onza, G. (2020). The relationships between CEO characteristics and strategic risk-taking in family firms. *Journal of Risk Research*, 23(1), 95–116.
435. Maslow, A. H. (1954). *Motivation and personality*. Harper & Brothers.
436. Matkowski, P. (2006). *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym*. Oficyna Ekonomiczna.

437. Matsumura, E. M. i Shin, J. (2005). Corporate Governance Reform and CEO Compensation: Intended and Unintended Consequences. *Journal of Business Ethics*, 62, 101-113.
438. Matta, E. i Beamish, P. W. (2008). The accentuated CEO career horizon problem: Evidence from international acquisitions. *Strategic Management Journal*, 29(7), 683-700.
439. McClelland, P. L., Liang, X. i Barker, V. L. (2010). CEO commitment to the status quo: Replication and extension using content analysis. *Journal of Management*, 36(5), 1251-1277.
440. McConnell, P. (2012). Strategic Risk Management: Disclosure by Systemically Important Banks Macquarie. *Applied Finance Centre Research Paper*, 36.
441. McCue, C. i Prier, E. (2006). Using Agency Theory to Model Cooperative Public Purchasing. W: G. Piga i K. V. Thai (red.), *Advancing Public Procurement: Practices, Innovation and Knowledge-Sharing* (s. 4–70). Academic Press.
442. McGuire, J. i Matta, E. (2003). CEO Stock Options: The Silent Dimension of Ownership. *Academy of Management Journal*, 46 (3), 255-265.
443. McKinsey & Company (2019, 25 października). *The mindsets and practices of excellent CEOs*. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-mindsets-and-practices-of-excellent-ceos>
444. McMullen, J. S. i Kier, A. S. (2016). Trapped by the Entrepreneurial Mindset: Opportunity Seeking and Escalation of Commitment in the Mount Everest Disaster. *Journal of Business Venturing*, 31(6), 663–686.
445. McNamara, G. i Bromiley, P. (1999). Risk and return in organizational decision making. *Academy of Management Journal*, 42(3), 330–340.
446. Mesjasz, C. (2008). Przewidywanie we współczesnym zarządzaniu strategicznym. *Organizacja i Kierowanie*, (3), 7-21.
447. Mesjasz, C. (2011). Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy. W: D. Dobija i I. Kołodkiewicz (red.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki* (s. 15–52). Wolters Kluwer Business.
448. Mesjasz, C. (2014a). Nieprzewidywalność środowiska współczesnych organizacji. *Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 366, 366–346.

449. Mesjasz, C. (2014b). Własność, nadzór korporacyjny i kontrola korporacyjna jako uwarunkowania strategii internacjonalizacji przedsiębiorstwa. *Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 444, 317–330.
450. Mesjasz, C. (2018). Podejście konstruktywistyczne w zarządzaniu ryzykiem. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, 359, 18–36.
451. Miązek, A. (2023). Ryzyko strategiczne: wyniki analizy bibliometrycznej i kierunki przyszłych badań. W: B. Stępień (red.), *Systematyczny przegląd literatury w naukach ekonomicznych. Metodyka, przykłady* (s. 27–57). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
452. Miązek, A. i Światowiec-Szczepańska, J. (2020). The application of content analysis as a research method in management sciences. W: A. Michałkiewicz i W. Mierzejewska (red.), *Contemporary organisation and management. Challenges and trends* (s. 159–172). Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
453. Milidonis A. i Stathopoulos, K. (2011). Do U.S. Insurance Firms Offer the Wrong Incentives to Their Executives? *Journal of Risk & Insurance*, 78(3), 643–672.
454. Milidonis, A., Nishikawa, T. i Shim, J. (2019). CEO Inside Debt and Risk Taking: Evidence from Property–Liability Insurance Firms. *The Journal of Risk and Insurance*, 86(2), 451–477.
455. Miller, D. i Dröge, C. (1986). Psychological and Traditional Determinants of Structure. *Administrative Science Quarterly*, 31(4), 539–560.
456. Miller, D., Kets De Vries, M. F. R. i Toulouse, J.-M. (1982). Top Executive Locus of Control and Its Relationship to Strategy-Making, Structure, and Environment. *The Academy of Management Journal*, 25(2), 237–253.
457. Miller, D. (1991). Stale in the Saddle: CEO Tenure and the Match Between Organization and Environment. *Management Science*, 37(1), 34–52.
458. Miller, K. D. i Bromiley, P. (1990). Strategic Risk and Corporate Performance: An Analysis of Alternative Risk Measures. *The Academy of Management Journal*, 33(4), 756–779.
459. Miller, K.D. i Chen, W. R. (2004). Variable organizational risk preferences: Tests of the March–Shapira model. *Academy of Management Journal*, 47(1), 105–115.
460. Miller, K.D. i Leiblein, M. J. (1996). Corporate risk-return relations: Returns variability versus downside risk. *Academy of Management Journal*, 39(1), 91–122.

461. Miller, K.D. i Reuer, J. J. (1996). Measuring organizational downside risk. *Strategic Management Journal*, 17(1), 671–691.
462. Milliken, F.J. (1987). Three types of perceived uncertainty about the environment: state, effect, and response uncertainty. *The Academy of Management Review*, 12(1), 133–144.
463. Mintzberg H., Raisinghani D. i Théorêt, A. (1976). The Structure of "Unstructured" Decision Processes. *Administrative Science Quarterly*, 21(2), 246–275.
464. Mintzberg, H. (1978). Patterns in Strategy Formation. *Management Science*, 24(9), 934–948.
465. Mishra, S. i Fiddick, L. (2012). Beyond gains and losses: the effect of need on risky choice in framed decisions. *Journal of Personality and Social Psychology*, 102(6), 1136–1147.
466. Moed, H. (2007). The future of research evaluation rests with an intelligent combination of advanced metrics and transparent peer review. *Science and Public Policy*, 34(8), 575–583.
467. Moher, D., Liberati, A., Tetzlaff, J., Altman, D. G. i PRISMA Group (2009). Preferred reporting items for systematic reviews and meta-analyses: the PRISMA statement. *PLoS medicine*, 6(7), e1000097: 1–6.
468. Mohr, A., Schumacher, C. (2019). The Contingent Effect of Patriotic Rhetoric on Firm Performance. *Strategy Science*, 4(2), 94–110.
469. Molden, D. C. i Higgins, E. T. (2004). *Motivated thinking*. W: K. J. Holyoak i R. G. Morrison (red.), *Oxford library of psychology. The Oxford handbook of thinking and reasoning* (s. 295–318). Oxford University Press.
470. Morgan, J., Orzen, H., Sefton, M. i Sisak, D. (2016). Strategic and Natural Risk in Entrepreneurship: An Experimental Study. *Journal of Economics and Management Strategy*, 25(2), 420–454.
471. Mount, M. P. i Baer, M. (2022). CEOs' Regulatory Focus and Risk-Taking When Firms Perform Below and Above the Bar. *Journal of Management*, 48(7), 1980–2008.
472. Mowrer, O. H. (1960). *Learning Theory and Behavior*. New York: John Wiley & Sons.
- Murphy, K. J. (2013). Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There. W: G. M. Constantinides, M. Harris i R. M. Stulz (red.), *Handbook of the Economics of Finance* (s. 211–356). Elsevier.
473. Murthy, S., Gul, F. A. i Yao, J. (2023). CEO regulatory focus and management earnings forecasts. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 19, 100375.

474. Muszyńska, J. (2006). Modelowanie danych panelowych. *Zeszyty Naukowe Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej we Włocławku. Ekonomia i Zarządzanie*, 1, 213–236.
475. Nadkarni, S. i Barr, P. S. (2008). Environmental context, managerial cognition, and strategic action: an integrated view. *Strategic Management Journal*, 29(13), 1395-1427.
476. Nadkarni, S. i Chen, J. (2014). Bridging yesterday, today, and tomorrow: CEO temporal focus, environmental dynamism, and rate of new product introduction. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1810-1833.
477. Nahotko, S. (2001). *Ryzyko ekonomiczne w działalności gospodarczej*. Bydgoszcz: Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego Sp. z o.o.
478. Nasierowski, W. i Mikuła, B. (1998). Culture dimensions of Polish managers: Hofstede's indices. *Organization Studies*, 19(3), 495-509.
479. Ndofor, H. A., Wesley, C. i Priem, R. L. (2015). Providing CEOs with opportunities to cheat: The effects of complexity-based information asymmetries on financial misreporting fraud. *Journal of Management*, 41(6), 1774–1797.
480. Nęcka, E., Orzechowski, J. i Szymura, B. (2008). *Psychologia poznawcza*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
481. Neuendorf, K. A. (2002). *The content analysis: Guidebook*. Sage Publications.
482. Ni, X. i Yin, S. (2017). Shareholder litigation rights and the cost of debt: Evidence from derivative lawsuits. *Journal of Corporate Finance*, 48, 169–186.
483. Nickel, M. N. i Rodriguez, M. C. (2002). A review of research on the negative accounting relationship between risk and return: Bowman's paradox. *Omega*, 30(1), 1-18.
484. Nickerson, R. N. i Feehrer, C. E. (1975). *Decision making and training: A review of theoretical and empirical studies of decision making and their implications for the training of decision makers*. Bolt, Beranek & Newman.
485. Noguti, V., Ho, H., Padigar, M. i Zhang, S. X. (2023). Do Individual Ambidexterity and Career Experience Help Technological Startup Founders Acquire Funding? *IEEE Transactions on Engineering Management*, 70(12), 4162–4174.
486. Nohria, N., Joyce, W. i Roberson, B. (2003, lipiec). What Really Works. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/2003/07/what-really-works>
487. Nosella, A., Cantarello, S. i Filippini, R. (2012). The intellectual structure of organizational ambidexterity: A bibliographic investigation into the state of the art. *Strategic Organization*, 10(4), 450–465.

488. O'Donnell, R. (2021). Keynes and Knight: risk-uncertainty distinctions, priority, coherence and change. *Cambridge Journal of Economics*, 45(5), 1127–1144.
489. OECD (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing.
490. Ofek, E. i Yermack, D. (2000). Taking stock: Equity-based compensation and the evolution of managerial ownership. *Journal of Finance*, 55(3), 1367–1384.
491. Olson, B., Parayitam, S., Skousen, B. i Skousen, C. (2018). How to strike a balance between CEO compensation and strategic risk? A longitudinal analysis. *Journal of Strategy and Management*, 11(3), 387–417.
492. Oviatt, B. i Bauerschmidt A. (1991). Business risk and return. A test of simultaneous relationships. *Management Science*, 37(11), 1405–1423.
493. Pablo, A. L. (1997). Reconciling predictions of decision making under risk. Insights from a reconceptualized model of risk behavior. *Journal of Managerial Psychology*, 12(1), 4-20.
494. Pablo, A. L., Sitkin, S. B. i Jemison, D. B. (1996). Acquisition Decision-Making Processes: The Central Role of Risk. *Journal of Management*, 22(5), 723-746.
495. Palmer, D. i Barber, B. (2001). Challengers, Elites, and Owning Families: A Social Class Theory of Corporate Acquisitions in the 1960s. *Administrative Science Quarterly*, 46(1), 87-120.
496. Palmer, T. B. i Wiseman, R. M. (1999). Decoupling risk taking from income stream uncertainty: a holistic model of risk. *Strategic Management Journal*, 20(11), 1037–1062.
497. Pan, L. i Zhou, X. (2018). CEO Compensation in Japan: Why So Different from the United States? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(5), 2261–2292.
498. Panousi, V. i Papanikolaou, D. (2012). Investment, Idiosyncratic Risk, and Ownership. *The Journal of Finance*, 67(3), 1113–1148.
499. Parhankangas, A. i Hellstrom, T. (2007). How experience and perceptions shape risky behaviour: Evidence from the venture capital industry. *Venture Capital*, 9(3), 183-205.
500. Patel, P. C., Li, M., Triana, M. C. i Park, H. D. (2018). Pay dispersion among the top management team and outside directors: Its impact on firm risk and firm performance. *Human Resource Management*, 57(1), 177–192.
501. Pattillo, C. i Soderbom, M. (2000). Managerial Risk Attitudes and Firm Performance in Ghanaian Manufacturing: An Empirical Analysis Based on Experimental Data. *CSAE*

Working Paper Series 2000-17, Centre for the Study of African Economies, University of Oxford.

502. Pawłowicz, L. (2015). Systemy wynagrodzeń menedżerów ukierunkowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa. W: J. K. Bielewski i K. Pawłowicz (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej* (s. 305–323). CeDeWu.
503. Pennebaker, J. W. i King, L. A. (1999). Linguistic styles: language use as an individual difference. *Journal of Personal and Social Psychology*, 77(6), 1296–1312.
504. Pennebaker, J. W., Mehl, M. R. i Niederhoffer, K. G. (2003). Psychological Aspects of Natural Language Use: Our Words, Our Selves. *Annual Review of Psychology*, 54, 547-577.
505. Pennington, G. L. i Roese, N. J. (2003). Regulatory focus and temporal distance. *Journal of Experimental Social Psychology*, 39(6), 563-576.
506. Pepper, A. i Gore, J. (2015). Behavioral agency theory: New foundations for theorizing about executive compensation. *Journal of Management*, 41(4), 1045-1068.
507. Perryman, A. A., Fernando, G. D. i Tripathy, A. (2016). Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation. *Journal of Business Research*, 69(2), 579–586.
508. Peteraf, M. A. (1993). The cornerstones of competitive advantage: A resource-based view. *Strategic Management Journal*, 14(3), 179–191.
509. Peterson, R. S., Smith, D. B., Martorana, P. V. i Owens, P. D. (2003). The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: One mechanism by which leadership affects organizational performance. *Journal of Applied Psychology*, 88(5), 795–808.
510. Pfeffer J. (1956). *Insurance and Economic Theory*. Irvin Inc. Homewood.
511. Pfeffer, J. i Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper & Row.
512. Porter, M. (1980). *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance; and Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press.
513. Porter, M. E. (1992). *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurencji*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

514. Powell, T., Lovallo, D. i Fox, C. (2011). Behavioral strategy. *Strategic Management Journal*, 32(13), 1369-1386.
515. Pratt, J. (1964). Risk Aversion in the Small and in the Large. *Econometrica*, 32(1/2), 122-136.
516. Pugliese, A., Bezemer, P-J., Zattoni, A., Huse, M., van den Bosch, F. i Volberda, H. (2009). Boards of directors' contribution to strategy: A literature review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 292-306.
517. PwC (2017, grudzień). *Employee Stock Ownership Programs – an Opportunity for Companies, an Opportunity for Poland. Report.* <https://www.pwc.pl/pl/pdf/publikacje/raport-pwc-employee-stock-ownership-programs-2017.pdf>
518. Quigley, T. J. i Hambrick, D. C. (2015). Has the “CEO effect increased in recent decades? A new explanation for the great rise in America's attention to corporate leaders. *Strategic Management Journal*, 36(6), 821–830.
519. Rabin, M. (2002). Inference by Believers in the Law of Small Numbers. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(3), 775-816.
520. Radicchi, F., Castellano, C., Cecconi, F., Loreto, V. i Parisi, D. (2004). Defining and identifying communities in networks. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 101(9), 2658–2663.
521. Rajgopal, S. i Shevlin, T. (2002). Empirical evidence on the relation between stock option compensation and risk taking. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 145–171.
522. Reingold, J. i Borrus, A. (1997, 12 maja). Even executives are wincing at executive pay. *Business Week*. <https://www.bloomberg.com/news/articles/1997-05-11/even-executives-are-wincing-at-executive-pay>
523. Renn, O. (1992). Concepts of Risk: A Classification. W: S. Krimsky i D. Golding (red.), *Social Theories of Risk*. (s. 53–79) Praeger.
524. Resick, C. J., Nadkarni, S., Chu, J., Chen, J., Lien, W.-C., Margolis J. A. i Shao, P. (2023). I Did It My Way: CEO Core Self-Evaluations and the Environmental Contingencies on Firm Risk-Taking Strategies. *Journal of Management Studies*, 60(5), 1236–1272.
525. Reuber, A. R. i Fischer, E. (1997). The Influence of the Management Team's International Experience on the Internationalization Behaviors of SMEs. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 807–825.

526. Reuer, J. J. i Leiblein, M. J. (2000). Downside risk implications of multinationality and international joint ventures. *Academy of Management Journal*, 43(2), 203–214.
527. Reyna, V. F. i Brainerd, C. J. (1991). Fuzzy-trace theory and framing effects in choice: Gist extraction, truncation, and conversion. *Journal of Behavioral Decision Making*, 4, 249-262.
528. Roczniwska, M. A. i Higgins, E. T. (2018). Promotion or Prevention Messaging? A Field Study on What Works When You Still Have to Work. *Frontiers in Psychology*, 9, 1-5.
529. Roczniwska, M. i Higgins, E.T. (2019). Messaging Organizational Change: How Regulatory Fit Relates to Openness to Change Through Fairness Perceptions. *Journal of Experimental Social Psychology*, 85, 1-14.
530. Roczniwska, M. i Kolańczyk, A. (2014). Competence over Communion: Implicit Evaluations of Personality Traits During Goal Pursuit. *Polish Psychological Bulletin*, 45(4), 418-425.
531. Roczniwska, M. i Retowski, S. (2014). Rola satysfakcji z pracy w relacji między dopasowaniem człowieka do organizacji w zakresie strategii realizacji celów a zdrowiem psychicznym. *Medycyna Pracy*, 65(5), 621-631.
532. Roczniwska, M., Retowski, S. i Higgins, E. T. (2018). How person-organization fit impacts employees' perceptions of justice and well-being. *Frontiers in Psychology*, 8, 2318.
533. Roe, M. J. (2000). Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. *Stanford Law Review*, 53(3), 539–606.
534. Ronen, S. (1986). *Comparative and Multinational Management*. New York: John Wiley & Sons.
535. Ross, S. (2004). Compensation, Incentives, and the Duality of Risk Aversion and Riskiness. *Journal of Finance*, 59(1), 207–225.
536. Roth, A. E. (1977). The Shapley value as a von Neumann-Morgenstern utility, *Econometrica*, 45, 657-664.
537. Rotter, J. B. (1966). Generalized expectancies for internal versus external control of reinforcement. *Psychological Monographs: General and Applied*, 80(1), 1-28.
538. Rude, S. S., Gortner, E.-M. i Pennebaker, J. W. (2004). Language Use of Depressed and Depressed-Vulnerable College Students. *Cognition and Emotion*, 18(8), 1121–1133.
539. Rudolf, S. (red.). (2000). *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.

540. Ruefli, T. W. (1990). Mean-Variance Approaches to Risk-Return Relationships in Strategy: Paradox Lost. *Management Science*, 36(3), 368–380.
541. Ruefli, T. W. (1991). Reply to Bromiley's comment and further results: Paradox lost becomes dilemma found. *Management Science*, 37(9), 1210–1215.
542. Ruefli, T. W. i Wiggins, R. R. (2003). Industry, corporate, and segment effects and business performance: a non-parametric approach. *Strategic Management Journal* 24(9), 861–879.
543. Ruefli, T., Collins, J. i Lacugna, J. R. (1999). Risk measures in strategic management research: Auld lang syne? *Strategic Management Journal*, 20(2), 167–194.
544. Rumelt, R. P. (1991). How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, 12(3), 167–185.
545. Rutherford, M. A., Buchholtz, A. K. i Brown, J. A. (2007). Examining the relationships between monitoring and incentives in corporate governance. *Journal of Management Studies*, 44(3), 414–30.
546. Saini, A. i Martin, K. D. (2009). Strategic Risk-Taking Propensity: The Role of Ethical Climate and Marketing Output Control. *Journal of Business Ethics*, 90(4), 593-606.
547. Salacuse, J. W. (2003). Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch, *Law and Business Review of the Americas*, 9(1), 33–62.
548. Salama, F. M. i Samet, A. (2022). The impact of CEO inside debt on the coinsurance effect and excess value of diversification. *International Review of Economics and Finance*, 81(C), 58–74.
549. Sanders, Wm. G. (2001). Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay. *Academy of Management Journal*, 44(3). 477-492.
550. Sanders, Wm. G. i Hambrick, D. C. (2007). Swinging for the Fences: The Effects of CEO Stock Options on Company Risk Taking and Performance. *The Academy of Management Journal*, 50(5), 1055–1078.
551. Santacruz, L. (2020). Measures of firm risk-taking: revisiting Bowman's paradox. *Managerial Finance*, 46(3), 421–434.
552. Santalo, J. i Becerra, M. (2008). Competition from Specialized Firms and the Diversification–Performance Linkage. *Journal of Finance*, 63(2), 851–883.
553. Savage, L. J. (1954). *The foundations of statistics*. New York: John Wiley & Sons.

554. Sawers, K., Wright, A. i Zamora, V. (2011). Does Greater Risk-Bearing in Stock Option Compensation Reduce the Influence of Problem Framing on Managerial Risk-Taking Behavior? *Behavioral Research in Accounting*, 23(1), 185–201.
555. Schillemans T. i Bjurstrømb, K.H. (2020). Trust and verification: balancing agency and stewardship theory in the governance of agencies. *International Public Management Journal*, 23(5), 650–676.
556. Schneider, S. L. i Lopes, L. L. (1986). Reflection in preferences under risk: Who and when may suggest why. *Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance*, 12(4), 535-548.
557. Schneider, V. (1992). The structure of policy networks. A comparison of the ‘chemicals control’ and ‘telecommunications’ policy domains in Germany. *European Journal of Political Research*, 21, 109-129.
558. Schoemaker, P. J. H. (1982). The Expected Utility Model: Its Variants, Purposes, Evidence and Limitations. *Journal of Economic Literature*, 20(2), 529-563.
559. Scholer, A. A. i Higgins, E. T. (2008). *Distinguishing levels of approach and avoidance: An analysis using regulatory focus theory*. W: Elliot Andrew J. (red.), *Handbook of approach and avoidance motivation* (s. 489–504). Psychology Press.
560. Scholer, A. A., Zou, X., Fujita, K., Stroessner, S. J. i Higgins, E. T. (2010). When risk seeking becomes a motivational necessity. *Journal of personality and social psychology*, 99(2), 215-231.
561. Schuler, D. A., Kathleen, R. i Cramer, R. D. (2002). Pursuing Strategic Advantage through Political Means: A Multivariate Approach. *The Academy of Management Journal*, 45(4), 659–672.
562. Scoresby, R., Withers, M. i Ireland, R. (2021). The Effect of CEO Regulatory Focus on Changes to Investments in R&D. *Journal of Product Innovation Management*, 38(4), 401–420.
563. Sehora, T. C. i Theerapatvong, T. (2010). Corporate entrepreneurship: A test of external and internal influences on managers’ idea generation, risk taking, and proactiveness. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 6(3), 331–350.
564. Segal, L. i Lehrer, M. (2012). The institutionalization of stewardship: theory, propositions, and insights from change in the Edmonton public school. *Organization Studies*, 33(2), 169–201.

565. Sekścińska, K., Maison, D. A. i Trzcińska, A. (2016). How people's motivational system and situational motivation influence their risky financial choices. *Frontiers in Psychology*, 7, 1-12.
566. Seo, J., Gamache, D. L., Devers, C. E. i Carpenter, M. A. (2016). The role of CEO relative standing in acquisition behavior and CEO pay. *Strategic Management Journal*, 36, 1877–1894.
567. Shafir, S., Waite, T. A. i Smith, B. H. (2002). Context-dependent violations of rational choice in honeybees (*Apis mellifera*) and gray jays (*Perisoreus canadensis*). *Behavioral Ecology and Sociobiology*, 51(2), 180-187.
568. Shaikh, I., Drira, M. i Hassine, S. (2019). What motivates directors to pursue long-term strategic risks? Economic incentives vs. fiduciary duty. *Journal of Business Research*, 101(2), 218-228.
569. Shapiro, S. P. (2005). Agency theory. *Annual Review of Sociology*, 31, 263–284.
570. Sharpe, W. F. (1964) Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19, 425-442
571. Shavitt, S. (2018). A New Version of Loss Aversion: Introduction to Research Dialogue. *Journal of Consumer Psychology*, 28(3), 495-496.
572. Sheldon, K. M. I Elliot, A. J. (1999). Goal striving, need satisfaction, and longitudinal well-being: the self-concordance model. *Journal of Personality and Social Psychology*, 76(3), 482-497.
573. Shi, W., Connelly, B. L., Mackey, J. D. i Gupta, A. (2019). Placing their bets: The influence of strategic investment on CEO pay-for-performance. *Strategic Management Journal*, 40(12), 2047–2077.
574. Shleifer, A. i Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
575. Simon, H. A. (1947). *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*. Macmillan.
576. Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118.
577. Simon, H. A. (1957). *Models of Man*. John Wiley & Sons.
578. Simon, H. A. (1986). Rationality in Psychology and Economics. *The Journal of Business*, 59(4), S209-S224.

579. Simon, H. A. (1990). Invariants of human behavior. *Annual Review of Psychology*, 41, 1-19.
580. Simon, H.A. (1979). Rational decision making in business organizations. *The American Economic Review*, 69 (4), 493–513.
581. Simonson, I. i Kivetz, R. (2018). Bringing (Contingent) Loss Aversion Down to Earth – A Comment on Gal & Rucker's Rejection of Losses Loom Larger Than Gains. *Journal of Consumer Psychology*, 28(3), 517-522.
582. Simsek, Z., Heavey, C. i Veiga, J. (2010). The Impact of CEO Core Self-Evaluation on the Firm's Entrepreneurial Orientation. *Strategic Management Journal*, 31(1), 110-119.
583. Sitkin, B. i Pablo, A. L. (1992). Reconceptualizing the Determinants of Risk Behavior. *The Academy of Management Review*, 17(1), 9-38.
584. Sitkin, B. i Weingart, L. R. (1995). Determinants of Risky Decision-Making Behavior: A Test of the Mediating Role of Risk Perceptions and Propensity. *The Academy of Management Journal*, 38(6), 1573-1592.
585. Sjöberg, L. (1980). The risks of risk analysis. *Acta Psychologica*, 45(1-3), 301–321.
586. Slyke, D. M. van (2006). Agents or stewards: using theory to understand the government nonprofit social service contracting relationship. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 17, 157–87.
587. Slywotzky, A. (2004). Exploring the strategic risk frontier. *Strategy & Leadership*, 32(6), 11–19.
588. Slywotzky, A. J. i Drzik, J. (2005). Countering the biggest risk of all. *Harvard Business Review*, 83(4), 78–133.
589. Smidts, A. (1997). The Relationship Between Risk Attitude and Strength of Preference: A Test of Intrinsic Risk Attitude. *Management Science*, 43(3), 357–370.
590. Smithson M. (2008), The Many Faces and Masks of Uncertainty. W: G. Bammer i M. Smithson (red.), *Uncertainty and Risk: Multidisciplinary Perspectives* (s. 13–25). Earthscan.
591. Sołtysiak, M. (2014). Menedżerowie w procesie zarządzania ryzykiem. *Modern Management Review*, XIX (21/2), 141–148.
592. Souder, D. i Bromiley, P. (2017). Timing for Dollars: How Option Exercisability Influences Resource Allocation. *Journal of Management*, 43(8), 2555–2579.

593. Souder, D. i Shaver, J. M. (2010). Constraints and incentives for making long horizon corporate investments. *Strategic Management Journal*, 31(12), 1316–1336.
594. Souder, D., Simsek, Z. i Johnson, S. (2012). The Differing Effects of Agent and Founder CEOs on the Firm's Market Expansion. *Strategic Management Journal*, 33(1), 23-41.
595. Staniec, I. (2014). Współczesne koncepcje zarządzania ryzykiem. *Marketing i Rynek*, 5(CD), 601–606.
596. Staniec, I. i Klimczak, K. M. (2008). Panorama ryzyka. W: I. Staniec i J. Zawiła-Niedźwiecki (red.), *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym* (s. 11–34). C. H. Beck.
597. Staniec, I. i Zawiła-Niedźwiecki, J. (2015). *Ryzyko operacyjne w naukach o zarządzaniu*. C. H. Beck.
598. Staw, B., Sandelands, L. i Dutton, J. (1981). Threat Rigidity Effects in Organizational Behavior: A Multilevel Analysis. *Administrative Science Quarterly*, 26(4), 501-524.
599. Stephen, F. H. i Backhaus, J. G. (2003). Corporate governance and mass privatization. A theoretical investigation of transformations in legal and economic. *Relationships Journal of Economic Studies*, 30(3/4), 389–468.
600. Sułek, A. (2005). Ani „longitudinalne”, ani „podłużne”. *Studia socjologiczne*, 1(176), 137–142.
601. Sung, S. Y., Choi, J. N., i Kang, S.-C. (2017). Incentive pay and firm performance: Moderating roles of procedural justice climate and environmental turbulence. *Human Resource Management*, 56(2), 287–305.
602. Sus-Januchowska, A. (2004). Zarządzanie ryzykiem zintegrowanym w obliczu kryzysu. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 1054, 136-146.
603. Światowiec-Szczepańska, J. (2012). *Ryzyko partnerstwa strategicznego przedsiębiorstw: Ujęcie modelowe*. Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
604. Światowiec-Szczepańska, J. (2013). Zarządzanie ryzykiem na poziomie korporacyjnym. W: E. Urbanowska-Sojkin i M. Brzozowski (red.), *Ryzyko w zarządzaniu strategicznym: natura i uwarunkowania* (s. 252–262). Poznań: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
605. Światowiec-Szczepańska, J. (2015). Kontrowersje wokół relacji ryzyka strategicznego i wyników w zarządzaniu strategicznym. *Marketing i Rynek*, 9(CD), 662–671.
606. Światowiec-Szczepańska, J. (2018a). Zjawisko przeciążenia informacyjnego w procesach decyzyjnych menedżerów. *Studia Oeconomica Posnaniensia*, 6(11), 60–78.

607. Światowiec-Szczepańska, J. (2018b). Logika szans i prostych reguł w warunkach przeciążenia informacyjnego menedżerów. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 538, 424–431.
608. Światowiec-Szczepańska, J. i Małys, Ł. (2021). Board Interlocks as a Diffusion of Strategic Information – Does it Work? A Polish Case. *Journal of East European Management Studies*, 26(4), 589–613.
609. Światowiec-Szczepańska, J. i Stępień, B. (2022). Impact of corporate network position on strategic risk and company's performance – evidence from Poland. *Corporate Governance*, 22(5), 947-978.
610. Światowiec-Szczepańska, J. i Zdziarski, M. (2016). Position in Corporate Network, Performance and Strategic Risks. *Management Issues*, 4(64)2, 157–176.
611. Światowiec-Szczepańska, J., Zdziarski, M. i Małys, Ł. (2018). *Sieci korporacyjne spółek giełdowych w Polsce. Analiza zasobów relacyjnych w ujęciu strukturalnym*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
612. Szczepaniak, K. (2012). *Zastosowanie analizy treści w badaniach artykułów prasowych*. *Acta Universitatis Lodzensis Folia Sociologica*, 42, 83–112.
613. Szymańska, A. i Włodarczyk, P. (2012). Przedstawicielstwo pracownicze w radzie spółki w krajach członkowskich Unii Europejskiej. *Studia Prawno-Ekonomiczne*, 86, 333–353.
614. Szymczyk B., Żakowicz W. i Stemplewska-Żakowicz K., (2012). Automatyczna analiza tekstu: polska adaptacja programu LIWC Jamesa Pennebaker. *Przeгляд Psychologiczny*. 55(2), 195–209.
615. Tang, Y., Li, J. i Yang, H. (2012). What I See, What I Do: How Executive Hubris Affects Firm Innovation. *Journal of Management*, 41(6), 1698–1723.
616. Tata, A. i Niedworok, A. (2020). Is beauty in the eye of the beholder? An empirical study of how entrepreneurs, managers, and investors evaluate business opportunities at the earliest stages, *Venture Capital*, 22(1), 71–104.
617. Thaler, R. H. (2018). From Cashews to Nudges: The Evolution of Behavioral Economics. *American Economic Review*, 108(6), 1265–1287.
618. Thaler, R. H. i Johnson, E. J. (1990). Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science*, 36(6), 643-660.

619. Thierry, H. (1998). *Motivation and satisfaction*. W: P. J. D. Drenth, H. K. Thierry i C. J. de Wolff (red.), *Handbook of work and organizational psychology* (s. 253–289). Second edition. Psychology Press.
620. Tian, L., Jiang, Y., Yang, Y. (2023). CEO childhood trauma, social networks, and strategic risk taking. *The Leadership Quarterly*, 34(2), 101618.
621. Tihanyi, L., Ellstrand, A., Daily, C. i Dalton, D. (2000). Composition of the top management team and firm international diversification. *Journal of Management*, 26(6), 1157–1177.
622. Tom, S. M., Fox, C. R., Trepel, C. i Poldrack, R. A. (2007). The neural basis of loss aversion in decision-making under risk. *Science*, 315, 515-518.
623. Tranfield, D., Denyer, D. i P. Smart, 2003, Towards a Methodology for Developing Evidence: Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *British Journal of Management*, 14(3), 207–222.
624. Trembaczowski, Ł. (2016). *Zaufanie i ryzyko w doświadczeniu przedsiębiorców*. Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego.
625. Troy, C., Smith, K. i Domino, M. (2011). CEO demographics and accounting fraud: Who is more likely to rationalize illegal acts? *Strategic Organization*, 9(4), 259–282.
626. Tudoran, A. A., Scholderer, J. i Brunso, K. (2012). Regulatory focus, self-efficacy and outcome expectations as drivers of motivation to consume healthy food products. *Appetite*, 59(2), 243–251.
627. Tufano, P. (1996). Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry. *The Journal of Finance*, 51(4), 1097–1137.
628. Turek, D. (2011). Sprawiedliwość organizacyjna w przedsiębiorstwie. *Kwartalnik nauk o przedsiębiorstwie*, 1, 41-45.
629. Tversky, A. i Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131.
630. Tversky, A. i Kahneman, D. (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297-323.
631. Tworek, P. (2014). Zintegrowane zarządzanie ryzykiem jako funkcja wspomagająca kierowanie przedsiębiorstwem wykonawstwa budowlanego, *Marketing i Rynek*, 12(4), 495-510.

632. Urbanek, P. (2005). *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
633. Urbanowska-Sojkin, E. (2013). *Ryzyko w wyborach strategicznych w przedsiębiorstwach*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
634. Usdiken, B. i Pasadeos, Y. (1995). Organizational analysis in North-America and Europe – A comparison of cocitation networks. *Organization Studies*, 16(3), 503–526.
635. Vahlne, J.-E., Hamberg, M. i Schweizer, R. (2017). Management under uncertainty – the unavoidable risk-taking. *Multinational Business Review*, 25(2), 91–109.
636. Vallascas, F. i Hagendorff, J. (2013). CEO Bonus Compensation and Bank Default Risk: Evidence from the US and Europe. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 22(2), 47–89.
637. van de Wal, N., Boone, C., Gilsing, V. i Walrave, B. (2020). CEO research orientation, organizational context, and innovation in the pharmaceutical industry. *R&D Management*, 50(2), 239–254.
638. van Eck, N. J. i Waltman, L. (2010). Software survey: VOSviewer, a computer program for bibliometric mapping. *Scientometrics*, 84(2), 523–538.
639. van Wesep, E. D. i Wang, S. (2014). The prevention of excess managerial risk taking. *Journal of Corporate Finance*, 29(C), 579–593.
640. Vlek, C. i Stallen, P. J. (1980). Rational and personal aspects of risk. *Acta Psychologica*, 45(1-3), 273–300.
641. Vogel, R. i Güttel, W. H. (2012). The Dynamic Capability View in Strategic Management: A Bibliometric Review. *International Journal of Management Reviews*, 15(4), 426–446.
642. Volonte, C. (2015). Culture and Corporate Governance: The Influence of Language and Religion in Switzerland. *Management International Review*, 5(1), 77–118.
643. von Neumann, J. i Morgenstern, O. (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*. Princeton University Press.
644. Wales, W. J., Patel, P. C. i G. T. Lumpkin, (2013). In pursuit of greatness: CEO narcissism, entrepreneurial orientation, and firm performance variance. *Journal of Management Studies*, 50(6), 1041–1069.
645. Wallace, J. C., Little, L. M., Hill, A. D. i Ridge, J. W. (2010). CEO Regulatory Foci, Environmental Dynamism, and Small Firm Performance. *Journal of Small Business Management*, 48(4), 580–604.

646. Wang, C. M., Xu, B. B., Zhang, S. J., Chen, Y. Q. (2016). Influence of personality and risk propensity on risk perception of Chinese construction project managers. *International Journal of Project Management*, 34(7), 1294-1304.
647. Wang, G., Holmes, R. M., Oh, I. S. i Zhu, W. (2016). Do CEOs matter to firm strategic actions and firm performance? A meta-analytic investigation based on upper echelons theory. *Personnel Psychology*, 69(4), 775–862.
648. Weber, E. U., Blais, A.-R. i Betz, N. E. (2002). A domain-specific risk-attitude scale: Measuring risk perceptions and risk behaviors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 15(4), 263–290.
649. Weber, E. U., Shafir, S. i Blais, A. R. (2004). Predicting risk sensitivity in humans and lower animals: risk as variance or coefficient of variation. *Psychological review*, 111(2), 430–445.
650. Weimer, J. i Pape, J. C. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7(2), 152–166.
651. Wiersema, M. F. i Bantel K. A. (1992). Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *The Academy of Management Journal*, 35(1), 91–121.
652. Wiersema, M. i Bird, A. (1993). Organizational demography in Japanese firms. *Academy of Management Journal*, 36(5), 996–1026.
653. Wierzbicka, A. (2013). Corporate governance jako instrument ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych w Polsce. *Zarządzanie i Finanse*, 2(6), 159–171.
654. Wilkinson, N. (2008). *An introduction to Behavioral Economics*. Palgrave Macmillan.
655. Willett, A. H. (1901). *The Economic Theory of Risk and Insurance*. Kessinger Publishing.
656. Williams, S. i Narendran, S. (1999). Determinants of Managerial Risk: Exploring Personality and Cultural Influences. *The Journal of Social Psychology*, 139(1), 102–125.
657. Williamson, O. (1981). The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), 548–577.
658. Windolf, P. (2002). *Corporate Networks in Europe and the United States*. Oxford University Press.
659. Wiseman R.M. i Gómez-Mejía, L.R. (1998). A Behavioral Agency Model of Managerial Risk Taking. *The Academy of Management Review*, 23(1), 133–153.
660. Wiseman, R. M. i Bromiley, P. (1991). Risk-return associations: Paradox or artifact? An empirically tested explanation. *Strategic Management Journal*, 12(3), 231–241.

661. Wiseman, R. M. i Bromiley, P. (1996). Toward a Model of Risk in Declining Organizations: An Empirical Examination of Risk, Performance and Decline. *Organization Science*, 7(5), 524–543.
662. Wiseman, R. M., Cuevas-Rodriguez, G. i Gomez-Mejia, L. R. (2012). Towards a social theory of agency. *Journal of Management Studies*, 49(1), 202–222.
663. Witek-Crabb, A. (2013). Ryzykowne strategie - czynniki warunkujące wybory strategiczne przedsiębiorstw. W: E. Urbanowska-Sojkin i M. Brzozowski (red.), *Ryzyko w zarządzaniu strategicznym: Natura i uwarunkowania* (s. 276–287). Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
664. Wong, B. B. i Jennions, M. D. (2003). Costs influence male mate choice in a freshwater fish. *Proceedings of the Royal Society B: Biological Sciences*, 270(Suppl 1), S36-S38.
665. Wowak, A. J. i Hambrick, D. C. (2010). A model of person-pay interaction: how executives vary in their responses to compensation arrangements. *Strategic Management Journal*, 31(8), 803–821.
666. Wowak, A. J., Gómez-Mejía, L. R., Steinbach, A. L. (2017). Inducements and Motives at the Top: A Holistic Perspective on the Drivers of Executive Behavior. *Academy of Management Annals*, 11(2), 669–702.
667. Wowak, A. J., Mannor, M. J. i Wowak, K. D. (2015). Throwing caution to the wind: The effect of CEO stock option pay on the incidence of product safety problems. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1082–1092.
668. Wright, P, Kroll, M. i Elenkov, E. (2002). Acquisition returns, increase in firm size and chief executive officer compensation: the moderating role of monitoring. *Academy of Management Journal*, 45(3), 599–609.
669. Wright, P., Ferris, S., Sarin, A. i Awasthi, V. (1996). The impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk-taking. *Academy of Management Journal*, 39(2), 441–463.
670. Wu, C., McMullen, J. S., Neubert, M. J. i Yi, X. (2008). The influence of leader regulatory focus on employee creativity. *Journal of Business Venturing*, 23(5), 587–602.
671. Wu, J. i Tu, R. (2007). CEO stock option pay and R&D spending: a behavioral agency explanation. *Journal of Business Research*, 60(5), 482–492.

672. Wu, S., Levitas, E. i Priem, R. L. (2005). CEO Tenure and Company Invention under Differing Levels of Technological Dynamism. *The Academy of Management*, 48(5), 859–873.
673. Xue, L. Ray, G. i Zhao, X. (2017). Managerial Incentives and IT Strategic Posture. *Information Systems Research*, 28(1), 180–198
674. Yaniv, I. i Schul, Y. (2000). Acceptance and Elimination Procedures in Choice: Noncomplementarity and the Role of Implied Status Quo. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 82(2), 293–313.
675. Yeoh, P. (2007). Corporate governance models. Is there a right one for transition economies in Central and Eastern Europe? *Managerial Law*, 49(3), 57–75.
676. Yeoh, S.-B. i Hooy, C.-W. (2022). Generation effects and managerial risk taking. *Journal of Business Research*, 139(C), 918–934.
677. Yermack, D. (1995) Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively? *Journal of Financial Economics*, 39, 237–269.
678. Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185–211.
679. Zajac, E. J. i Westphal, J. D. (1994). The costs and benefits of incentives and monitoring in the largest US corporations: when is more not better? *Strategic Management Journal*, 15(S1), 121-142.
680. Zakaria, R., Fernandez, W. D. i Schneper, W. D. (2017). Resource availability, international acquisition experience, and cross-border M&A target search: A behavioral approach. *Multinational Business Review*, 25(3), 185–205.
681. Zaleśkiewicz, T. (2012). *Psychologia ekonomiczna*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
682. Zawiślak, M. (2022, 23 września). *ESOP For Startups: ESOP In Foreigner's Companies – The Consequences for Employees In CEE*. <https://www.vestbee.com/blog/articles/esop-for-startups-esop-in-foreigner-s-companies-the-consequences-for-employees-in-cee>
683. Zhang, X., Bartol, K. M., Smith, K. G., Pfarrer, M. D. i Khanin, D. M. (2008). CEOs On the Edge: Earnings Manipulation and Stock-Based Incentive Misalignment. *Academy of Management Journal*, 51(2), 241–258.

684. Zhang, X., Bartol, K. M., Smith, K. G., Pfarrer, M. D. i Khanin, D. M. (2008). CEOs on the edge: Earnings manipulation and stock-based incentive misalignment. *Academy of Management Journal*, 51(2), 241–258.
685. Zhao, J. (2013). Entrenchment or incentive? CEO employment contracts and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 22, 124–152.
686. Zhou, R. i Pham, M. T. (2004). Promotion and prevention across mental accounts: When financial products dictate consumers' investment goals. *Journal of Consumer Research*, 31(1), 125–135.
687. Zimbardo, P. G., Johnson, R. L. i McCann, V. (2010). *Psychologia. Kluczowe koncepcje. Motywacja i uczenie się*. Tom 2. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
688. Zolotoy, L. i O'Sullivan, D., Martin, G. i Wiseman, R. (2020). Stakeholder Agency Relationships: CEO Stock Options and Corporate Tax Avoidance. *Journal of Management Studies*, 58(3), 782–814.
689. Zolotoy, L., O'Sullivan, D., Martin, G. P. i Veeraraghavan, M. (2019). The Role of Affect in Shaping the Behavioral Consequences of CEO Option Incentives. *Journal of Management*, 45(7), 2920–2951.
690. Zou, X., Scholer, A. A. i Higgins, E. T. (2014). In pursuit of progress: promotion motivation and risk preference in the domain of gains. *Journal of Personality and Social Psychology*, 106(2), 183–201.
691. Zou, X., Scholer, A. A. i Higgins, E. T. (2020). Risk preference: How decision maker's goal, current value state, and choice set work together. *Psychological Review*, 127(1), 74–94.
692. Zuckerman, M. (1979). *Sensation and risk taking*. W: C. E. Izard (red.), *Emotions in personality and psychopathology* (s. 161–197). Springer.
693. Zupic, I. i Čater, T. (2015). Bibliometric methods in management and organization. *Organizational Research Methods*, 18(3), 429–472.
694. Zyung, J. D. i Shi, W. (2022). In retrospect: The influence of chief executive officers' historical relative pay on overconfidence. *Strategic Organization*, 20(3), 627–651.

Spis tabel

Tabela 1. Ryzyko w ujęciu epistemologicznym	16
Tabela 2. Poziomy niepewności w ujęciu procesualnym	19
Tabela 3. Wybrane ujęcia ryzyka w naukach społecznych	20
Tabela 4. Wybrane typologie ryzyka przedsiębiorstwa.....	23
Tabela 5. Wybrane definicje ryzyka strategicznego	26
Tabela 6. Przykłady finansowych miar ryzyka przedsiębiorstwa w badaniach w zarządzaniu	29
Tabela 7. Przykłady wczesnych badań potwierdzających i zaprzeczających istnieniu paradoksu Bowmana.....	35
Tabela 8. Najbardziej wpływowe artykuły w zakresie badań nad ryzykiem strategicznym i menedżerskim.....	43
Tabela 9. Najbardziej wpływowi autorzy w zakresie badań nad ryzykiem strategicznym i menedżerskim.....	44
Tabela 10. Najistotniejsze czasopisma naukowe w zakresie badań nad ryzykiem strategicznym i menedżerskim.....	44
Tabela 11. Charakterystyka zidentyfikowanych nurtów badawczych dotyczących strategicznego ryzyka menedżerskiego.....	47
Tabela 12. Wybrane aksjomaty teorii użyteczności von Neumanna i Morgensterna	60
Tabela 13. Główne różnice między ukierunkowaniem na promocję i na prewencję	71
Tabela 14. Preferowane taktyki na różnych poziomach psychologicznych według ukierunkowania regulacyjnego	74
Tabela 15. Empiryczne badania wpływu czynników dyspozycyjnych na podejmowanie ryzyka menedżerskiego dyrektorów generalnych.....	81
Tabela 16. Pojęcia związane z behawioralnym modelem agencji.....	85
Tabela 17. Empiryczne badania wpływu czynników sytuacyjnych na podejmowanie ryzyka menedżerskiego dyrektorów generalnych.....	87
Tabela 18. Typologia modeli nadzoru korporacyjnego	103
Tabela 19. Wybrane badania empiryczne wpływu ukierunkowań regulacyjnych i wynagrodzenia na wyniki firmy.....	125
Tabela 20. Zmienne i ich mierniki w modelu badawczym.....	155
Tabela 21. Statystyki opisowe zmiennych.....	160

Tabela 22. Macierz korelacji Pearsona	162
Tabela 23. Wpływ ukierunkowania regulacyjnego dyrektorów generalnych na strategiczne ryzyko menedżerskie.....	165
Tabela 24. Wynik testowania hipotez badawczych.....	167

Spis rysunków

Rysunek 1. Model ryzyka w zarządzaniu strategicznym.....	27
Rysunek 2. Proces selekcji publikacji w badaniach bibliometrycznych	41
Rysunek 3. Liczebność artykułów naukowych dotyczących ryzyka strategicznego lub ryzyka menedżerskiego w latach 1980-2019.....	42
Rysunek 4. Sieć sprzężeń bibliograficznych i identyfikacja klastrów badawczych w zakresie strategicznego ryzyka menedżerskiego.....	46
Rysunek 5. Proces dochodzenia do wyboru strategicznego w teorii wyższych szczebli	78
Rysunek 6. Model koncepcyjny teorii wyższych szczebli Hambricka i Mason.....	80
Rysunek 7. Behawioralny model agencji.....	85
Rysunek 8. Ewolucja pojęcia „corporate governance”	94
Rysunek 9. Teoria agencji z przypisaniem pracy od zleceniodawcy do agenta	97
Rysunek 10. Teoria stewarda z relacją między zleceniodawcą a zleceniobiorcą	100
Rysunek 11. Koncepcyjny model strategicznego ryzyka menedżerskiego	133
Rysunek 12. Rezultaty testowania hipotez w modelu badawczym.....	167

Spis wykresów

Wykres 1. Udział słów promocyjnych i prewencyjnych w tekstach w poszczególnych warunkach badawczych	148
Wykres 2. Udział słów promocyjnych i prewencyjnych w tekstach osób badanych, którzy otrzymali promocyjnie nacechowane polecenie stworzenia opisów.....	150
Wykres 3. Ukierunkowanie na promocję i wynagrodzenie motywacyjne dyrektora	170
Wykres 4. Ukierunkowanie na prewencję i wynagrodzenie motywacyjne dyrektora	171
Wykres 5. Ukierunkowanie na promocję i stałe wynagrodzenie dyrektora generalnego.....	172
Wykres 6. Ukierunkowanie na prewencję i stałe wynagrodzenie dyrektora generalnego ...	173

Załącznik 1. Algorytm i wybrane wyniki badań bibliometrycznych

Tabela 1A. Wyszukiwanie słów kluczowych w bazie Web of Science

Krok	Słowa kluczowe	Publikacje
Ryzyko strategiczne		
1.	TS=("strategic risk*") <i>Indexes=SCI-EXPANDED, SSCI, A&HCI, CPCI-S, CPCI-SSH, BKCI-S, BKCI-SSH, ESCI, CCR-EXPANDED, IC Timespan=1900-2019</i>	409
Ryzyko menedżerskie		
2.	TS=("managerial risk*") <i>Indexes=SCI-EXPANDED, SSCI, A&HCI, CPCI-S, CPCI-SSH, BKCI-S, BKCI-SSH, ESCI, CCR-EXPANDED, IC Timespan=1900-2019</i>	212
(łącznie i filtrowanie)		
3.	TS=("strategic risk*" OR "managerial risk*") <i>Indexes=SCI-EXPANDED, SSCI, A&HCI, CPCI-S, CPCI-SSH, BKCI-S, BKCI-SSH, ESCI, CCR-EXPANDED, IC Timespan=1900-2019</i>	621
4.	(TS=("strategic risk*" OR "managerial risk*")) AND LANGUAGE: (English) AND DOCUMENT TYPES: (Article OR Early Access) <i>Indexes=SCI-EXPANDED, SSCI, A&HCI, CPCI-S, CPCI-SSH, BKCI-S, BKCI-SSH, ESCI, CCR-EXPANDED, IC Timespan=1900-2019</i>	439
5.	(TS=("strategic risk*" OR "managerial risk*")) AND LANGUAGE: (English) AND DOCUMENT TYPES: (Article OR Early Access) Refined by: WEB OF SCIENCE CATEGORIES: (MANAGEMENT OR BUSINESS FINANCE OR BUSINESS OR ECONOMICS OR OPERATIONS RESEARCH MANAGEMENT SCIENCE) <i>Indexes=SCI-EXPANDED, SSCI, A&HCI, CPCI-S, CPCI-SSH, BKCI-S, BKCI-SSH, ESCI, CCR-EXPANDED, IC Timespan=1900-2019</i>	309

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1B. Najbardziej znaczące publikacje w poszczególnych klastrach badań bibliometrycznych na temat strategicznego ryzyka menedżerskiego

Klaster 1 Strategiczne ryzyko menedżerskie w ujęciu behawioralnym	Klaster 2 Strategiczne ryzyko menedżerskie w ujęciu ekonomii finansowej	Klaster 3 Strategiczne ryzyko menedżerskie w instytucjonalnym kontekście nadzoru korporacyjnego
<p>Benischke, Martin i Glaser (2019) Buckley, Chen, Clegg i Voss (2016) Campbell, Jeong i Graffin (2019) Chittoor, Aulakh i Ray (2019) Chng i Wang (2016) Chng, Rodgers, Shih i Song (2012) Chng, Shih, Rodgers i Song (2015) Cho, Arthurs, Townsend, Miller i Barden (2016) Choi, Zahra, Yoshikawa i Han (2015) Dang, Faff, Luong i Nguyen (2019) Garcia-Granero, Llopis, Fernandez-Mesa i Alegre (2015) Gartner i Liao (2012) Gentry, Dibrell i Kim (2016) Geppert, Dorrenbacher, Gammelgaard i Taplin (2013) Graham, Harvey i Puri (2013) Jeong i Harrison (2017) Kish-Gephart i Campbell (2015) Lee i Moon (2016) Lim i McCann (2013) Mannor, Wowak, Bartkus i Gómez-Mejía (2016) Martin, Gómez-Mejía i Wiseman (2013) Morgan, Orzen, Sefton i Sisak (2015) Sebora i Theerapatvong (2010) Vahlne, Hamberg i Schweizer (2017) Wales, Patel i Lumpkin (2013)</p>	<p>Anantharaman i Lee (2014) Belghitar i Clark (2015) Brockman, Martin i Unlu (2010) C. Lin, Officer i Shen (2018) Chakraborty, Gaoa i Sheikh (2019) Chava i Purnanandam (2010) Y. R. Chen i Ma (2011) Colonnello, Curatola i Hoang (2017) Croci, Giudice i Jankensgard (2017) Dolde i Knopf (2010) Fargher, Jiang i Yu (2014) Francis, Hasan, Hunter i Zhu (2017) Han i Pan (2015) Hu i Jiang (2018) Huang, Wu i Liao (2013) Ju, Leland i Senbet (2014) K. Kim, Patro i Pereira (2017) Kravet (2014) Kuang i Qin (2013) Lu i Wang (2018) Mao i Zhang (2018) Milidonis i Stathopoulos (2011) Milidonis, Nishikawa i Shim (2019) Panousi i Papanikolaou (2012) van Wesep i Wang (2014) Xue, Ray i Zhao (2017)</p>	<p>D. Chen (2012) Frijns, Gilbert, Lehnert i Tourani-Rad (2013) Habib i Hasan (2017) Humphery-Jenner (2013) Humphery-Jenner (2014) King i Wen (2011) Koerniadi, Krishnamurti i Tourani-Rad (2014) Ni i Yin (2018) Zhao (2013)</p>

Źródło: opracowanie własne.