

Spis treści

Redakcja naukowa: Izabela Kołodkiewicz, Iwona Cieślak

A R T Y K U Ł Y

- 3 | Izabela Kołodkiewicz**
Wprowadzenie
Nadzór korporacyjny – nowe wyzwania po kryzysie finansowym? Polska i świat
- Nowe wyzwania dla nadzoru korporacyjnego – polska perspektywa**
- 8 | Stanisław Rudolf**
Oportunizm i próby jego ograniczania w nadzorze korporacyjnym
- 18 | Leszek Bohdanowicz**
Wpływ liczebności rad nadzorczych i zarządów spółek publicznych na wyniki spółek
- 31 | Anna Blajer-Gołębiowska**
Asymetria informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a wyniki ekonomiczne spółek giełdowych
- 42 | Krzysztof Grabowski**
Aktywizacja inwestorów w spółkach publicznych – Polska w systemie regulacyjnym Unii Europejskiej i OECD
- 49 | Agnieszka Słomka-Gołębiowska**
Aktywizm inwestorów instytucjonalnych – dobra praktyka w Polsce?
- 65 | Oleksyk Piotr**
Rzetelność i wiarygodność skonsolidowanego sprawozdania finansowego bankowej grupy kapitałowej

Nowe wyzwania po kryzysie – doświadczenia światowe

74 | **Maria Aluchna**

Reformy *corporate governance* i ich wpływ na systemy narodowe. Przyczynek do poznania rynków wschodzących

86 | **Izabela Kołodkiewicz**

Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął

96 | **Magdalena Mikołajek-Gocejna**

Wynagrodzenia menedżerów – pierwsze wnioski płynące z kryzysu

105 | **Monika Wilewska**

Spółeczna odpowiedzialność biznesu jako koncepcja wpisująca się w *corporate governance* a kryzys finansowy

117 | **Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka**

Równe traktowanie akcjonariuszy w świetle orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej

123 | **Marta Chabraś-Wiśniewska**

Ryzyko a ład korporacyjny

133 | I S S U E S U M M A R Y

Wprowadzenie

Nadzór korporacyjny – nowe wyzwania po kryzysie finansowym? Polska i świat

Dr Izabela Kołodkiewicz | Akademia Leona Koźmińskiego

Dyskusja na temat poprawy mechanizmów nadzoru korporacyjnego i usunięcia źródeł ich dysfunkcji nie ominęła także Polski. Biorą w niej udział zarówno praktycy – uczestnicy rynku kapitałowego, jak i przedstawiciele świata nauki. Oddawany do rąk Czytelnika numer specjalny MBA, prezentujący opinie polskich naukowców i badaczy, wnosi do tej debaty interesujący wkład. O wartości głosu decyduje przede wszystkim uwzględnienie rodzimych potrzeb w sferze nadzoru korporacyjnego. Ich charakterystykę zawierają artykuły zamieszczone w pierwszej części numeru pn.: *Nowe wyzwania dla nadzoru korporacyjnego – polska perspektywa*. Otwiera ją artykuł Stanisława Rudolfa, który omawia zjawisko oportunistów z punktu widzenia nurtu nowej ekonomii neoinstytucjonalnej. Wydarzenia z lat 2001–2002 i 2007–2009 pokazały, że problem oportunistów wciąż pozostaje jednym z ważniejszych zadań, jakie stoją przed reformatorami systemów *corporate governance* na świecie. W obu kryzysach wystąpił konflikt interesów między kadrą zarządzającą (koncentracja na wysokich wynagrodzeniach, budowanie pozycji na rynku talentów menedżerskich czy powiększanie rozmiarów firmy) a akcjonariuszami (maksymalizacja rynkowej wartości zainwestowanego kapitału). Ze wzmożoną siłą przypomniło o sobie zjawisko asymetrii informacji między nimi. Z tym zjawiskiem muszą się zmierzyć również polscy reformatorzy. Autor nie tylko identyfikuje potencjalne źródła oportunistów w polskich spółkach, lecz także wskazuje na możliwości jego ograniczenia, m.in. przez zmianę zapisów kodeksu spółek handlowych oraz zmiany w strukturze własności spółek.

Do listy składowych systemu nadzoru, które powinny przeciwdziałać zjawisku oportunistów i które wymagają dalszych zmian, bez wątpienia należy też dopisać radę nadzorczą. Pisze o niej Leszek Bohdanowicz, który prezentuje wyniki ciekawych badań na temat relacji pomiędzy wielkością organów spółek notowanych na GPW w Warszawie a ich wynikami finansowymi. Wskazują one, że takie relacje istnieją. Dlatego wyniki tych badań nie powinny umknąć tym, którym zależy na poprawie skuteczności działania polskich rad nadzorczych i zarządów. Warto dodać, że autor uwzględnił obecność kobiet w organach spółek, niestety otrzymane wyniki nie

napawają optymizmem. Średnia liczba kobiet w organach statutowych wynosiła 1,02, w radach nadzorczych zasiadało ich średnio 0,74, a w zarządach – 0,29, czyli organy zdecydowanie zdominowane były przez mężczyzn.

Problem asymetrii informacji i jego przełożenie na wyniki ekonomiczne spółek giełdowych badała z kolei Anna Blajer-Gołębiowska. Wyniki jej badań wskazują, że spółki, w których występuje mniejsza asymetria informacji osiągają lepsze wyniki finansowe. Jest to więc kolejny przyczynek do wzmocnienia działań ukierunkowanych na wzrost przejrzystości spółek dla uczestników polskiego rynku kapitałowego.

Jednym z obszarów *corporate governance*, który wymaga obecnie podjęcia zdecydowanych działań naprawczych jest wykonywanie praw przez akcjonariuszy, a szczególnie wzrost ich aktywności. Do kwestii tych nawiązują dwa artykuły – Krzysztofa Grabowskiego oraz Agnieszki Słomki-Gołębiowskiej. Autorzy analizują zjawiska i procesy zachodzące w tym obszarze w Polsce. K. Grabowski przybliży kwestie związane z implementacją do polskiego prawa spółek, założeń dyrektywy o prawach akcjonariuszy (2007/36/WE). Ukazuje także, jak może się to przełożyć na wzrost aktywności inwestorów. Do kluczowych zmian, jakie zaszły w tej sferze, należy zniesienie, obowiązującego do tej pory w Polsce, obowiązku blokowania akcji przed walnym zgromadzeniem akcjonariuszy oraz zapewnienie akcjonariuszom łatwiejszego dostępu do informacji na temat organizacji WZA i jego przebiegu. Ponadto akcjonariusze uzyskali środki pozwalające im na bardziej aktywne uczestnictwo w WZA (m.in. rośnie stopień wykorzystania strony internetowej w procesie komunikacji spółek z akcjonariuszami; zwiększył się też stopień zagospodarowania pełnomocnika na WZA).

Agnieszka Słomka-Gołębiowska charakteryzuje z kolei w swoim artykule dobre praktyki działania inwestorów instytucjonalnych w Polsce. O wadze tego zagadnienia decyduje zakwalifikowanie przez autorów raportu OECD (June 2009) pasywności inwestorów instytucjonalnych, a szczególnie niski poziom wykorzystania przez nich przysługującego im prawa głosu jako istotnego przejawu dysfunkcji w wykonywaniu praw akcjonariuszy (OECD 2009). Przeprowadzona przez autorkę analiza dokumentów dobrych praktyk przyjętych przez działające w Polsce fundusze emerytalne i inwestycyjne wskazuje, że starają się one podążać drogą swoich odpowiedników w krajach bardziej rozwiniętych. Fundament ich zbioru dobrych zasad tworzą rekomendacje wskazujące na potrzebę aktywnego wykorzystania prawa głosu na walnym zgromadzeniu (przygotowanie się do WZA, ujawnianie sposobu głosowania), udziału w wyborze niezależnych członków rady nadzorczej, jak również przygotowanie i publikowanie raportu charakteryzującego ich zaangażowanie jako akcjonariuszy (informacja o sposobie głosowania dostępna na stronie internetowej).

Ważnym elementem rekomendacji OECD z 2004 roku są zasady odnoszące się do jawności i przejrzystości spółek. Wskazują one, że: „Ramy nadzoru korporacyjnego powinny gwarantować terminowe publikowanie przez spółki precyzyjnych informacji, odnoszących się do wszystkich istotnych spraw dotyczących tych spółek, w tym informacji na temat sytuacji finansowej, wyników, struktury właścicielskiej kapitału i nadzoru sprawowanego nad spółką” (OECD 2004: 23). Zasady te powstały jako wynik kryzysu systemów nadzoru korporacyjnego (stosowania narzędzi

agresywnej rachunkowości), który ujawnił, że przygotowanie wiarygodnych sprawozdań finansowych nie jest prostym zadaniem. O jego złożoności decyduje także fakt, że jedną z coraz powszechniejszych form funkcjonowania spółek jest tworzenie przez nie grup kapitałowych (grup spółek) (Tricker 2000: 2–6; Taylor 2001: 133). Na złożoność przygotowania sprawozdań finansowych wpływa także sektor ich działania. Nie ulega więc wątpliwości, że bankowe grupy kapitałowe należą do tych podmiotów, które w czasie pracy nad konsolidacją sprawozdań finansowych, muszą się zmierzyć z wieloma problemami. Piotr Oleksyk zaliczył do nich między innymi wybór metody konsolidacji sprawozdań adekwatnej do potrzeb wszystkich członków grupy, zastosowanie identycznych metod wyceny, jak również ujednoczenie informacji według formularza sprawozdawczego jednostki dominującej.

Autorzy artykułów składających się na drugą część numeru specjalnego MBA, pn: *Nowe wyzwania po kryzysie – doświadczenia światowe*, starali się spojrzeć na ostatnie wydarzenia z perspektywy doświadczeń światowych. Na szczególną uwagę zasługuje artykuł Marii Aluchny, która przybliży reformy *corporate governance* przeprowadzane w czterech największych gospodarkach rozwijających się – Brazylii, Rosji, Indiach i Chinach. Mimo rosnącego znaczenia tych gospodarek na świecie, nasza wiedza na temat ich systemów nadzoru korporacyjnego wciąż pozostaje niewielka. Artykuł w pewnym stopniu wypełnia tę lukę w polskiej literaturze przedmiotu. Przeprowadzona przez autorkę analiza wskazuje, że funkcjonujące w tych krajach systemy nadzoru korporacyjnego również wymagają reform. Ponieważ systemy te mają jednak swoistą specyfikę, proponowane reformy różnią się w swoim kształcie od tych wdrażanych w gospodarkach już rozwiniętych. Warto w tym miejscu dodać, że przedstawiciele Brazylii, Rosji, Indii i Chin brali udział w dyskusji nad wynikami badań Komitetu Sterującego OECD, a efektem tych prac był raport *Corporate Governance and the Financial Crisis* (2009: 3).

Autorki dwóch kolejnych artykułów – Izabela Kołodkiewicz i Magdalena Mikołajek-Gocejna nawiązują bezpośrednio do ostatniego kryzysu w sferze nadzoru korporacyjnego. Pierwszy z artykułów zawiera charakterystykę głównych źródeł dysfunkcji w systemach nadzoru, propozycje ich naprawy opracowane przez OECD (2009), jak również pierwsze wyniki działań naprawczych. Ciekawą częścią tego artykułu jest odniesienie do kryzysu w obszarze *corporate governance* z początku XXI wieku, który został wywołany stosowaniem narzędzi agresywnej rachunkowości. Jego przypomnienie ma na celu pokazanie, że nie wystarczy tylko tworzenie reform, dużo większym problemem jest ich skuteczne wdrażanie. Wtedy też jednym z obszarów, który zdaniem reformatorów wymagał zmian była działalność rad dyrektorów/rad nadzorczych. I mimo że rada dyrektorów/rada nadzorcza znalazła się w centrum uwagi ówczesnych reformatorów i zostały zaproponowane reformy ukierunkowane na wzrost skuteczności jej działania, to jak pokazały wydarzenia z lat 2007–2009, skuteczność rady wciąż pozostaje problemem.

Z kolei Magdalena Mikołajek-Gocejna, zgłębia problematykę systemów wynagradzania kadry zarządzającej, które są obecnie traktowane jako jedno z podstawowych źródeł bieżącego kryzysu w sferze nadzoru korporacyjnego. Autorka charakteryzuje główne źródła ich słabości oraz identyfikuje główne kierunki, w jakich powinny pójść działania naprawcze (prawidłowa konstrukcja pakietów wynagrodzenia oraz ich przejrzystość). Na podkreślenie zasługuje wskazanie potrzeby

podjęcia wysiłków przez kadre zarządzającą spółek, mających na celu odbudowę zaufania do nich zarówno uczestników rynku kapitałowego, jak i całych społeczeństw. Nie ulega bowiem wątpliwości, że jednym z ważniejszych skutków kryzysu finansowego lat 2007–2009 jest zniszczenie tego zaufania. Jego odbudowa stanowi jedno z ważniejszych wyzwań z jakimi musi się zmierzyć nie tylko kadra zarządzająca, lecz także wszyscy uczestnicy rynku kapitałowego. Dochodzące z rynku głosy coraz częściej wskazują na potrzebę budowy gospodarki opartej nie tylko na wiedzy, lecz także, a może przede wszystkim, na zaufaniu.

Kwestię zaufania w naturalny sposób rozwija Monika Wilewska, która w swoim artykule poszukuje zbieżności między społeczną odpowiedzialnością biznesu (SOB) a nadzorem korporacyjnym. Autorka stara się je zidentyfikować, jak również podejmuje próbę określenia co z tych implikacji wynika i jak mogą się one przełożyć na dalszy rozwój koncepcji SOB w przedsiębiorstwach działających w warunkach obecnego kryzysu gospodarczego. Implementacja SOB jest szczególnie narażona na zaniechanie w warunkach kryzysu ze względu na dobrowolność jej stosowania.

Problem zaufania dotyczy także sfery równego traktowania akcjonariuszy. Inwestując w daną spółkę inwestor ufa, że będzie traktowany tak, jak reszta akcjonariuszy. Niestety różnie z tym bywa, jak pokazuje praktyka. Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka przybliży problem równego traktowania akcjonariuszy z perspektywy aktów prawnych Unii Europejskiej oraz w świetle orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości UE, pokazuje jak złożona jest to materia. Potwierdza to m.in. wyrok Trybunału Sprawiedliwości UE w sprawie C-101/08 Audiloux, który uznał, że równe traktowanie akcjonariuszy nie stanowi ogólnej zasady prawa UE.

Zamykający numer artykuł Marty Chabraś-Wiśniewskiej, wpisuje się natomiast w debatę na temat konieczności wprowadzania zmian w systemach zarządzania ryzykiem i ich przełożenia na wzrost skuteczności systemów nadzoru korporacyjnego w spółkach.

Przedstawiona powyżej krótka charakterystyka zjawisk i problemów poruszanych w prezentowanych artykułach wskazuje, że sfera nadzoru korporacyjnego cechuje się wysoką dynamiką zachodzących w niej procesów i zjawisk, które generują szerokie spektrum wyzwań skierowanych tak do naukowców, jak i praktyków.

B i b l i o g r a f i a

OECD (2004) *Zasady nadzoru korporacyjnego*.

OECD (2009) *Corporate Governance and the Financial Crisis*, June.

Taylor, B. (2001) From Corporate Governance to Corporate Entrepreneurship. *Journal of Change Management*, 2(2), s. 133.

Tricker, R.I. (2000) Editorial: 2020 Vision: on Corporate Structures in 21st Century. *Corporate Governance. An International Review*, 8(1), s. 2–6.



**Nowe wyzwania
dla nadzoru korporacyjnego
– polska perspektywa**

Oportunizm i próby jego ograniczania w nadzorze korporacyjnym

Prof. dr hab. Stanisław Rudolf | Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, Uniwersytet Łódzki |
rudolf@uni.lodz.pl

| Streszczenie

Zjawisko oportunistyki zajmuje ważne miejsce w nowej ekonomii instytucjonalnej, szczególnie zaś w teorii kosztów transakcyjnych. Jego źródła należy upatrywać w oddzielaniu się własności od zarządzania. Wyodrębnione organy spółki nie zawsze działają w jej interesie czy w interesie swoich mocodawców, często bowiem wykorzystują zaistniałą sytuację do realizacji własnych partykularnych interesów. W warunkach polskich sprzyjają oportunistyce zapisy kodeksu spółek handlowych oraz struktura własności akcji. Na potrzebę ograniczania oportunistyki wskazuje teoria kosztów transakcyjnych, która dostarcza instrumentów do jego redukcji czy minimalizacji. Do ograniczania oportunistyki przyczynić się mogą kodeksy dobrych praktyk, pakiety motywacyjne dla menedżerów oraz odpowiednie ustawodawstwo.

| Wprowadzenie

W ekonomii neoklasycznej przyjmuje się założenie o racjonalności podejmowanych działań przez jednostkę. Zakłada się więc, że jednostka postępuje racjonalnie i dokonuje racjonalnych wyborów. Oznacza to, że minimalizuje koszty przy realizacji określonego celu i maksymalizuje efekty przy określonych nakładach. Działania takie podejmuje na podstawie wyczerpującej informacji i wystarczającej wiedzy. Oznacza to, że zarówno informacja, jak i wiedza nie są ograniczeniem przy podejmowaniu decyzji. Jedynymi ograniczeniami, jakie mogą wystąpić, są tu posiadane zasoby rzeczowe bądź pieniężne. W ten sposób przedsiębiorstwo traktowane jest

jak tzw. czarna skrzynka. Nie mogą w nim występować inne koszty niż koszty produkcji, nie uwzględnia się interesów innych grup związanych z przedsiębiorstwem (np. dostawców, odbiorców, samorządów lokalnych).

Od dłuższego czasu narasta krytyka tego rodzaju postrzegania racjonalności, która zaowocowała rozwojem takich m.in. teorii, jak teoria wyboru w warunkach ryzyka czy teoria racjonalnych oczekiwań. Pojawiły się również nowe modele konkurencji, uwzględniające niekompletną informację bądź asymetrię informacji. „Badania nad asymetrią informacji zostały wykorzystane przez nową ekonomię instytucjonalną do wprowadzenia założenia o oportunistycznym poszukiwaniu renty za pomocą zniekształcania informacji, oszustwa itp.” (Klimczak 2005: 14).

Neoklasyczną racjonalność zachowań kwestionowano również ze względu na złożoność procesu decyzyjnego. Wiele tu zależy od warunków, w jakich podejmowane są decyzje. Zwykle procesowi podejmowania decyzji towarzyszy presja czasu czy presja konkurencji, do tego dochodzi niepewność związana z niedostatkami informacji. Podejmowane w takich warunkach decyzje nie mogą być w pełni racjonalne. Ze względu na wspomnianą złożoność, jak również ograniczony zakres wiedzy i informacji, można mówić co najwyżej o ograniczonej racjonalności.

Krytykę tak rozumianej racjonalności znajdujemy również w nowej ekonomii instytucjonalnej (NEI). Wprowadzone tam pojęcie ograniczonej racjonalności rozumiane jest w ten sposób, że osoby podejmujące decyzje są w stanie określić, jakie koszty transakcyjne można ponieść dla uzyskania niezbędnych czy dodatkowych informacji. NEI nie odrzuca więc zupełnie założenia o racjonalności podejmowanych działań, ale modyfikuje go i przybliża do istniejącej rzeczywistości. Ważny jest tu również sposób przekazywania informacji, ich jakość itp. Należy się zgodzić ze Zbigniewem Stańkiem, że „im mniejsze ograniczenia informacyjne, tym niższe koszty transakcyjne” (Staniek 2005: 156). Ich redukcja jest przesłanką teorii kosztów transakcyjnych, będącej jednym z filarów NEI.

Opracowanie ma na celu przybliżenie istoty oportunistycznego oraz jego miejsca w nowej ekonomii instytucjonalnej, jak również zaprezentowanie rodzajów oportunistycznego w polskich spółkach i możliwości jego ograniczania.

1 | Istota i źródła oportunistycznego

Oportunistyczny jest subtelną i dobrze zakorzenioną cechą ludzkiej natury i stąd powinien być uwzględniany w badaniach organizacji gospodarczych. Zdaniem Olivera E. Williamsona oportunistyczny należy rozumieć jako „przebiegłe dążenie do realizacji własnego interesu (...) odnosi się on do niekompletnego bądź zniekształconego ujawniania informacji, zwłaszcza do świadomego podejmowanych wysiłków by wprowadzić w błąd, zniekształcić, zataić, zaciemnić lub pogmatwać sprawę w inny sposób” (Williamson 1998: 60). Jest to zjawisko niezwykle złożone, mające wiele

wymiarów. Częściej spotkać można delikatne czy subtelne formy podstępny, rzadziej natomiast takie jego formy, jak kłamstwo, kradzież czy oszustwo.

Świat bez oportunisty opierałby się na przestrzeganiu zasad. Można to sobie wyobrazić w ten sposób, że strony godziłyby się na ujawnianie wszystkich posiadanych informacji oraz na podejmowanie wspólnych działań, mających na celu maksymalizację zysku, a także na dzielenie uzyskanych korzyści zgodnie z przyjętymi wcześniej zasadami. Jest to obraz dość odległy od istniejącej rzeczywistości, chociaż spotkać można przykłady podobnych zachowań. Wymienić tu można m.in. sposób prowadzenia negocjacji tzw. metodą interesów, wykorzystywaną przez pracodawców i związki zawodowe (głównie w Stanach Zjednoczonych) przy negocjowaniu układów zbiorowych. Celem tego rodzaju negocjacji jest wspólne rozwiązywanie zaistniałych problemów. Warunkiem podjęcia takich negocjacji jest ujawnienie przez negocjujące strony wszystkich niezbędnych informacji.

Nie trudno zauważyć, że ludzie mają skłonności do zachowań oportunistycznych i nie są całkiem godni zaufania (Grudzewski, Hejduk 2007). W związku z tym transakcje, które są podatne na oportunisty, powinny być odpowiednio zabezpieczone przed ich zawarciem. Uzyskane w takich sytuacjach doświadczenia mogą być wykorzystane przy następnych transakcjach. Zdaniem O. Williamsona oportunisty stanowi bowiem źródło niepewności zawieranych transakcji gospodarczych. Niepewność ta znika dopiero wtedy, gdy poszczególne osoby cechuje otwartość i uczciwość w swoich staraniach o indywidualne korzyści. Cele takie można osiągnąć również przy pełnym podporządkowaniu lub posłuszeństwie. To ostatnie należy rozumieć jako rezygnację z pogoni za własnym interesem (Williamson 1998: 61–62).

Skłonności do oportunisty trudno zauważyć przed zawarciem transakcji. Stąd podejmowane są próby kontroli *ex ante* oraz próby tworzenia zabezpieczeń *ex post*. Bez takich zabezpieczeń osoby najbardziej oportunistyczne będą wykorzystywać osoby wierne zasadom. Można dodać, że organizacje oparte na współpracy czy współzarządzaniu mogą być niszczone przez zachowania oportunistyczne niektórych członków tych organizacji. W takiej sytuacji konieczne są działania osłabiające efekty oportunisty. Dlatego też oportunisty powinien być brany pod uwagę przy przygotowywaniu strategii firmy. W tego rodzaju strategiach powinny być uwzględniane zachowania oportunistyczne podmiotów, z którymi firma współpracuje. Dotyczy to m.in. szeroko rozumianych zachowań klientów, ich potrzeb czy oczekiwań, zachowań dostawców, banków, urzędów administracji publicznej, samorządów itp. Oznacza to, że w interesie spółki leży uwzględnianie we wspomnianych strategiach ich zachowań oportunistycznych, a więc dalekich od racjonalności.

Relacje między racjonalnością i oportunistą są jednak bardziej złożone. Przy ich określaniu NEI korzysta z modelu człowieka gospodarującego Michaela C. Jensena i Williama H. Mecklinga, który próbuje wiązać racjonalność z oportunistą (Jensen, Meckling 1994: 7). W modelu tym człowiek ekonomiczny dokonuje wyboru celu przez uwzględnienie istniejących ograniczeń. Ograniczenia te mogą dotyczyć posiadanej wiedzy czy możliwości nabywania informacji. Model ten dopuszcza możliwość zachowań oportunistycznych, jeśli prowadzą one do realizacji

określonych wcześniej celów. Zachowania takie są uzasadnione również wtedy, gdy człowiek z jego kreatywnością i adaptacyjnością potrafi lepiej dostosować się do zaistniałej sytuacji.

Oportunizm i ograniczona racjonalność zajmują ważne miejsce w teorii kosztów transakcyjnych O. Williamsona. Oportunizm, zdaniem tego autora, jest eliminowany bądź ograniczany za pomocą struktur organizacyjnych (hierarchii). Autor ten przywiązuje bardzo dużą wagę do oportunisty jako kategorii wyjaśniającej czy uzasadniającej istnienie firmy. Zachowania ludzkie charakteryzujące się oportunistą i ograniczoną racjonalnością warunkują występowanie kosztów transakcyjnych, które należy ograniczać bądź minimalizować.

Oportunizm należy odróżnić od zwykłego kierowania się własnym interesem. Oznacza to, że nie każde wykorzystywanie istniejących możliwości do realizacji własnego interesu jest zachowaniem oportunistycznym. Z oportunistą mamy do czynienia dopiero wtedy, kiedy przy realizacji własnego interesu jednostka bądź grupa narusza interes innych, działa na ich niekorzyść, ucieka się do podstępów, oszustwa czy kłamstwa. Należy jednocześnie zauważyć, że praktyki oportunistyczne nie są powszechne. Częściej spotykamy je przy zawieraniu ubezpieczeń czy gospodarowaniu dobrami publicznymi. Zjawisko oportunisty nabrało szerszego znaczenia dopiero w latach 70. XX wieku, wcześniej kierowano się raczej własną korzyścią niż oportunistą.

Za pierwotne źródło oportunisty w przedsiębiorstwie należy uznać dokonujący się proces oddzielania własności od zarządzania. W procesie tym wyodrębniły się poszczególne organa spółki, z silną na ogół władzą profesjonalnych menedżerów. Powiększanie się rozmiarów przedsiębiorstwa wymagało kapitału, który zaczęto pozyskiwać przez emisję akcji. Jednocześnie indywidualny właściciel, ze względu na powiększające się rozmiary firmy, musiał zatrudniać zawodowych menedżerów. Proces ten najszybciej przebiegał w Stanach Zjednoczonych, gdzie już na początku XX wieku w znacznej części dużych przedsiębiorstwach operatywne kierownictwo było sprawowane przez menedżerów. Funkcje kontrolne pozostawały nadal w rękach właścicieli. Władza właścicielska stopniowo słabła w miarę rosnącego rozproszenia kapitału akcyjnego oraz złożoności uwarunkowań działalności przedsiębiorstwa. Sprzyjało to trwałemu rozdzielaniu się własności od zarządzania.

Rosnąca władza menedżerów opierała się z jednej strony na odpowiednim przygotowaniu zawodowym, z drugiej zaś – na szerokim dostępie do informacji. Obie te przesłanki są niezwykle ważne dla działalności firmy. Obie również, ze względu na narastającą złożoność procesów zarządzania, prowadziły do umacniania się ich pozycji w przedsiębiorstwie. Odbywało się to kosztem władzy właścicieli, szczególnie tych, dysponujących niewielkimi pakietami akcji. Jednocześnie menedżerom zaczęła przeszkadzać władza akcjonariuszy, którą odbierali jako ograniczenie dla własnej działalności, jako rodzaj gorsetu krępującego ich decyzje. Interes właścicieli, sprowadzający się głównie do maksymalizacji rynkowej wartości zainwestowanego kapitału, pozostawał często w sprzeczności z interesem menedżerów przejawiającym się w wysokich wynagrodzeniach, budowaniu ich pozycji na rynku, czy nieefektywnym powiększaniu rozmiarów firmy.

2 | Oportunizm w polskich spółkach

Oportunizmowi polskich organów nadzoru sprzyjają m.in. zapisy kodeksu spółek handlowych, które nie do końca określają interes spółki. Oportunizm wiązać należy również ze strukturą własności w spółkach. Zgodnie z przepisami kodeksu organem właścicielskim spółki jest walne zgromadzenie akcjonariuszy, organem wykonawczym jest zarząd spółki, natomiast rada nadzorcza kontroluje i nadzoruje władzę wykonawczą. W ujęciu normatywnym zarząd powinien reprezentować interes spółki, ale wspomniane ustawodawstwo nie zawiera jego precyzyjnego określenia. W wymiarze ekonomiczno-organizacyjnym spółka akcyjna stanowi natomiast zbiór różnych, często sprzecznych interesów. Zgodnie z kodeksem interes spółki określają akcjonariusze na walnym zgromadzeniu, z czego wynika, że zarząd powinien realizować interesy właścicielskie. Takie rozwiązanie kodeksowe stanowić może źródło konfliktu interesów, a więc również źródło oportunistycznego.

Jeszcze większe trudności występują przy określaniu pozycji rady nadzorczej w spółce. W świetle istniejącego ustawodawstwa członek rady nadzorczej, podobnie jak członek zarządu, powinien być powiernikiem interesu spółki. Również zgodnie z kodeksem, właściciel sprawuje nadzór nad spółką za pośrednictwem rady nadzorczej. W takim ujęciu aktywność rady powinna się koncentrować na trosce o interes akcjonariuszy. Takie potraktowanie rady nadzorczej pozwala na jej zaliczenie do organów właścicielskich. Radę zaliczyć można również do organów menedżerskich, jeśli statut wyposaży ją w szerokie uprawnienia decyzyjne, na co pozwala istniejące ustawodawstwo. Nie ulega wątpliwości, że usytuowanie rady między walnym zgromadzeniem i zarządem rodzi dualizm kompetencyjny. Dodajmy jeszcze, że interes spółki trudno utożsamiać z interesem strategicznego akcjonariusza. W tej sytuacji rada nadzorcza powinna dążyć do osiągnięcia racjonalnego kompromisu zróżnicowanych interesów poszczególnych grup akcjonariuszy i społecznego otoczenia spółki. Takie usytuowanie rady staje się również źródłem oportunistycznego (Malinowski 2003: 87–88).

Powyższe rozważania wskazują na wiele możliwości ujawniania się postaw oportunistycznych. Można więc mówić o oportunistycznym zarządzie spółki, który nie maksymalizuje wartości akcji, ale realizuje własne interesy. Można mówić o oportunistycznym akcjonariuszu strategicznym, który realizuje własne interesy kosztem akcjonariuszy mniejszościowych bądź kosztem spółki. Można mówić także o oportunistycznej radzie nadzorczej, jeśli wyposażona w uprawnienia decyzyjne staje się organem menedżerskim i realizuje własne interesy. Dodatkowo mówić można również o oportunistycznym pracowniku. Rodzaj występującego oportunistycznego posiada związek ze strukturą własności.

Rozpoczęte na początku lat 90. procesy prywatyzacji zaowocowały w Polsce silnym rozproszeniem własności, czy to ze względu na publiczną ofertę sprzedaży akcji czy też przewidzianą ustawą udział pracowników we własności prywatyzowanych przedsiębiorstw. Na dużym rozproszeniu akcji korzystali menedżerowie, którzy często przejmowali pełną kontrolę nad spółkami. Szczególnie było to widoczne w połowie lat 90. XX wieku, kiedy rozproszenie kapitału było

największe. W spółkach tych często dochodziło do zachowań oportunistycznych menedżerów, które przejawiały się bardziej w próbach budowania imperiów czy w podnoszeniu wynagrodzeń dla zarządów niż zwiększaniu wartości akcji czy podnoszeniu efektywności.

W jakimś stopniu mówić tu również można o oportunistycznym pracownikach (Rudolf 2009: 25–39), którzy mieli istotny udział w decyzjach dotyczących prywatyzacji, wchodzili w skład rad nadzorczych prywatyzowanych przedsiębiorstw itp. Postawy oportunistyczne występowały szczególnie w początkowym okresie transformacji i były widoczne zarówno wśród przedstawicieli pracowników w radach nadzorczych, jak również wśród akcjonariatu pracowniczego (szczególnie w spółkach pracowniczych). Reprezentację pracowniczą w radach gwarantowała ustawa prywatyzacyjna¹. W ich skład wchodziło często wielu członków rad pracowniczych, którzy podobnie jak poprzednio starali się realizować partykularne interesy pracowników. Potwierdzają to prowadzone przez autora badania empiryczne, z których wynika, że koncentrowali oni swoją działalność na podwyżkach płac dla pracowników i zapobieganiu zwolnieniom z pracy, nawet jeśli przemawiały za tym względy ekonomiczne (Rudolf 1996). Zdarzało się również, że akcjonariusze w spółkach pracowniczych traktowali wypracowane przez spółkę zyski jako fundusz premiiowy i przeznaczali go w całości na dywidendy, co pozbawiało firmę środków na inwestycje.

Poczynając od drugiej połowy lat 90. zaobserwować można szybko postępującą koncentrację własności, czy to w rękach jednego strategicznego akcjonariusza, czy też niewielkiej ich grupy². Koncentracja taka przyczyniła się do poważnego ograniczenia nieefektywnych zachowań menedżerów, a więc i ograniczenia ich postaw oportunistycznych. Mają oni realną władzę w przedsiębiorstwie oraz wystarczające bodźce do sprawowania bieżącej kontroli nad zarządkiem. Często również, znacznie częściej niż na Zachodzie, pełnili funkcje przewodniczących rad nadzorczych. Możliwość monitorowania działalności zarządu sprawiała, że malało znaczenie systemów motywacyjnych skierowanych na ograniczanie oportunistycznego menedżerów.

Koncentracja własności zaowocowała nie tylko ograniczeniem oportunistycznego menedżerów. Przyniosła jednocześnie ujawnienie się oportunistycznego strategicznego akcjonariuszy, którzy wykorzystywali spółkę do realizacji własnych interesów, kosztem interesów spółki. Akcjonariusze ci podporządkowują sobie zarządy spółek³, które często w tajemnicy przed pozostałymi akcjonariuszami realizują ich zalecenia. Sytuacja taka miała m.in. miejsce w Rolimpexie, gdzie zarząd umożliwił największemu inwestorowi zwiększenie udziałów z 24,5 do 49% (Oktaba 2001),

¹ Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. z 1990 r., nr 51, poz. 298) gwarantowała przedstawicielom załogi 1/3 miejsc w radzie nadzorczej w tzw. jednoosobowych spółkach Skarbu Państwa. Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. z 1996 r., nr 118) przewidywała dwuosobową reprezentację pracowniczą w pięciosobowej radzie nadzorczej.

² Koncentracja ta od końca lat 90. XX wieku jest bardzo wysoka i nie ulega większym zmianom. W 2009 roku na 350 spółek giełdowych jedynie w 7 nie występował akcjonariusz dysponujący więcej niż 5% akcji. Aż w 129 spółkach (36,8%) największy akcjonariusz posiadał więcej niż 50% akcji. W 63 spółkach (18,1%) był tylko jeden duży akcjonariusz, zaś w 80 spółkach (23%) dwóch, (Urbanek 2009: 9–10).

³ Z badań prowadzonych przez A. Malinowskiego wynika, że zarząd nie jest niezależny w swojej działalności (stwierdziło tak 2/3 respondentów), głównie ze względu na naciski strategicznego inwestora (Malinowski 2003: 114)

w spółkach Mostostal Warszawa i Polam Warszawa, gdzie dokonano wielu przejęć w interesie głównego inwestora (Gadomski 2001), czy w Vistuli, gdzie zawarto niekorzystny dla spółki kontrakt z grecką firmą (Błaszczak 2003). Przykłady takie można mnożyć.

Koncentracja własności ujawniła również postawy oportunistyczne strategicznych akcjonariuszy, realizujących często własny interes kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Ci ostatni charakteryzują się zwykle niską aktywnością, stąd nie odgrywają praktycznie żadnej roli w spółce, niemal do zera sprowadzone zostały ich możliwości kontroli zarządu. Podejmowane tu działania były zgodne z obowiązującym prawem, ale jednocześnie – niezgodne. Sytuacja taka wystąpiła m.in. w firmie Pozmeat, gdzie mniejszościowi akcjonariusze oskarżyli BRE Bank dysponujący pakietem kontrolnym akcji o blokowanie odbycia walnego zgromadzenia, które miało dokonać zmian w radzie nadzorczej. W tym czasie dokonano niekorzystnych transakcji dla spółki. W Banku Śląskim akcjonariusze mniejszościowi zażądali podniesienia ceny emisyjnej akcji z 265 do 339 zł. W tym przypadku również przykłady tego rodzaju zachowań w polskich spółkach można mnożyć.

3 | Próby ograniczania oportunistyzmu

W teorii kosztów transakcyjnych ograniczanie oportunistyzmu jest równoznaczne z redukcją czy minimalizacją tych kosztów. Przyjmuje się w niej, że problematyka konkurencyjności przedsiębiorstw nie powinna się ograniczać do redukowania kosztów produkcji i powinna być rozważana w szerszym kontekście. Przyjmuje ona przedsiębiorstwa i rynki jako alternatywne sposoby koordynacji. W warunkach gospodarki rynkowej opartej na konkurencji, każdy z wymienionych sposobów regulacji wiąże się z określonymi kosztami. W przedsiębiorstwie są to koszty związane z hierarchicznym jego zarządzaniem (tzw. koordynacja pionowa) i należą do nich koszty wytwarzania, dystrybucji, badań marketingowych itp. Koszty funkcjonowania rynku to koszty negocjacji, koszty zawierania kontraktów, poszukiwania partnerów, gromadzenia informacji, koszty związane ze zmianą ceny, upadłością dostawcy itp. Oba wymienione sposoby koordynacji nie są wolne od zachowań oportunistycznych, które generują dodatkowe koszty.

Przedsiębiorstwo dokonując wyboru sposobu koordynacji, kieruje się zasadą minimalizacji kosztów. Podejmuje więc produkcję, w sytuacji jeśli rynek nie dostarcza taniej określonych produktów. Rezygnuje z produkcji, jeśli rynek może dostarczyć produkt taniej w porównaniu z jego kosztami produkcji. Wspomniana konkurencja prowadzi do ustalania się pewnego stanu równowagi, który określa zakres funkcjonowania przedsiębiorstw oraz rynków. Równowaga ta może ulegać zmianie w zależności od zmian relacji kosztów koordynacji wewnątrz przedsiębiorstw oraz kosztów transakcyjnych wynikających z funkcjonowania rynków. Konkurencja ta prowadzi więc do redukcji kosztów transakcyjnych bowiem istniejące i powstające przedsiębiorstwa stanowią alternatywne (tańsze) rozwiązanie. Mówiąc bardziej ogólnie, funkcjonowanie przedsiębiorstw jest uzasadnione jedynie wtedy, gdy koszty ich wewnętrznej koordynacji są niższe niż koszty mechanizmu rynkowego.

Można ogólnie stwierdzić, że celem takich regulacji jest tworzenie rozwiązań prowadzących do eliminowania bądź ograniczania zachowań oportunistycznych. Odpowiednia forma regulacji powinna przeciwdziałać takim zachowaniom, powinna do nich zniechęcać, także ze względu na możliwość ich ujawnienia i ukarania. Można się więc zgodzić z Edwardem Cyrsonem, że „u podstaw wyboru określonej formy regulacji leży minimalizowanie groźby oportunistycznego, tj. groźby nieuczciwego wykorzystania stron w wymianie rynkowej w celu zawarcia transakcji po możliwie najniższym koszcie” (Cyrson 2002: 23). Dodać można, że regulacja hierarchiczna jest bardziej skuteczna w eliminowaniu zachowań oportunistycznych niż mechanizm rynkowy. Otwiera to przed przedsiębiorstwami szerokie możliwości podejmowania działań koordynacyjnych.

Powyższe rozważania prowadzą do wniosku, że we wzajemnym interesie stron leży tworzenie zabezpieczeń przed oportunistycznym. Zabezpieczenia takie pociągają jednak za sobą określone koszty. Zwykle warto je ponieść, ponieważ eliminowanie zachowań oportunistycznych przynosi korzyści dla organizacji, bilans korzyści i kosztów jest zaś zwykle dodatni. Do przeciwdziałania oportunistycznym przyczyniać się mogą również nowoczesne teorie zarządzania. W teoriach tych poczesne miejsce zajmuje adekwatny do istniejącej sytuacji system motywacyjny, szczególnie jeśli jest odpowiednio nadzorowany. Wybierana przez akcjonariuszy rada nadzorcza powinna ograniczać oportunistycznym menedżerów przez przygotowanie dla nich odpowiedniego pakietu motywacyjnego, łączącego interes menedżerów z interesem spółki. Silnie zmotywowany prezes czy członek zarządu (a także pracownik) będzie charakteryzował się niższą skłonnością do oportunistycznego. Na ograniczanie oportunistycznego wpływać może również identyfikowanie się kierownictwa i załogi z interesem spółki. Wiele tu zależy od stopnia koncentracji własności, a dokładniej od jej rozproszenia. Jak już wspominaliśmy, przy dużym rozproszeniu akcji pozycja menedżerów jest zwykle silna. Ujawnia się ona m.in. w wywieraniu nacisków na wybór członków rad nadzorczych.

Kompleksowe działania w kierunku ograniczania oportunistycznego podejmuje również UE. W 2002 roku na zlecenie Komisji Europejskiej został przygotowany raport dotyczący kierunków zmian prawa spółki w krajach UE (tzw. raport Wintera). Szczególne miejsce zajmują w nim propozycje dotyczące nadzoru korporacyjnego. Na jego podstawie Komisja Europejska przygotowała rekomendacje dotyczące działań mających na celu ujednoczenie standardów nadzoru korporacyjnego w krajach UE i określiła przedziały czasowe dla ich realizacji (Company Law 2003). Wśród takich rekomendacji wymienić można m.in.: obowiązek publikowania rocznych raportów przez spółki publiczne, z uwzględnieniem kluczowych informacji dotyczących nadzoru korporacyjnego, zapewnienie akcjonariuszom dostępu do szczegółowych informacji dotyczących wynagrodzeń kierownictwa spółek, tworzenie wewnętrznych komisji nadzoru korporacyjnego o określonym składzie i pozycji do nadzorowania określonych obszarów działalności spółki, tworzenie ułatwień legislacyjnych dla akcjonariuszy przy wykonywaniu ich praw z tytułu posiadanych akcji, obecność w radzie członków niezależnych itp. Komisja zalecała również powołanie Europejskiego Forum *Corporate Governance* dla koordynacji wymienionych wyżej działań i ich monitorowania.

W Stanach Zjednoczonych ze względu na znaczne rozproszenie akcji, akcjonariusze mają poważne trudności w kontrolowaniu zarządu. Wskazują na to m.in. malejące kontrolne pakiety

akcji, które często zmniejszyły się do 5, 2, a nawet 1%. W coraz większej ilości spółek żaden akcjonariusz bądź grupa akcjonariuszy nie dysponuje nawet 1% akcji. Kontrolę nad zarządem powinna sprawować rada dyrektorów, ale ze względu na obecność w niej czołowych menedżerów, funkcję taką pełni w ograniczonym zakresie. Dla wzmocnienia takiej kontroli wprowadzeni zostali do rady tzw. dyrektorzy zewnętrzni, którzy jednak bardziej współpracują z kierownictwem spółki niż z akcjonariuszami. Trudno się temu dziwić, jeśli ich kandydatury do rady zgłasza prezes korporacji. Sytuacja taka sprawia, że zarząd spółki dysponuje znaczną autonomią w kierowaniu spółką, posiada więc możliwość realizacji własnych interesów, często niezgodnych z interesem akcjonariuszy. Ograniczony zakres wewnętrznej kontroli jest tam częściowo rekompensowany kontrolą zewnętrzną, jaką sprawuje rynek czy instytucje finansowe, a także zagrożenie wrogim przejęciem. W ograniczaniu zachowań oportunistycznych istotną rolę odgrywa *Sarbanes – Oxley Act* z 2002 roku. Wymusza on wprowadzanie nowych standardów w zakresie przejrzystości czy odpowiedzialności kadry menedżerskiej, a także współdziałania z audytorami. Wspomniana ustawa stanowi próbę zwiększenia niezależności członków rad dyrektorów w spółkach

| Zakończenie

Rosnące zainteresowanie zjawiskiem oportunistycznym w ekonomii zawdzięczamy głównie nowej ekonomii instytucjonalnej, która z jego ograniczenia uczyniła główny sposób podnoszenia efektywności podmiotów gospodarczych. Inaczej niż ekonomia neoklasyczna, postrzega ona jednostki takimi jakie one są. Ich działania nie są racjonalne, ale też nie są nieracjonalne, stąd NEI przyjmuje tezę o ograniczonej racjonalności. Ich skłonność do oportunistyzmu sprawia, że należy go uwzględniać zarówno przy zawieraniu kontraktów, jak i przy przygotowywaniu strategii firmy.

Powyższe rozważania wskazują jednoznacznie na istotną rolę oportunistyzmu w zarządzaniu spółką. Postawy oportunistyczne można spotkać we wszystkich organach spółki. Często próby ograniczania jednego rodzaju oportunistyzmu przynoszą pożądane rezultaty, ale powodują jednocześnie nasilenie się innego jego rodzaju. Dla efektywnego zarządzania spółką ważne jest rozpoznanie tego zjawiska, czy poznanie jego uwarunkowań. Z punktu widzenia spółki można zarówno o uwarunkowaniach zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Do pierwszych należą obowiązujące ustawodawstwo, które może przeciwdziałać takim postawom bądź do nich zniechęcać. Zaliczyć do nich można również funkcje kontrolne rynków (rynek produktów, rynek finansowy, rynek przejęć itp.), które mogą przeciwdziałać postawom oportunistycznym. Do drugich można zaliczyć istniejącą strukturę własności w spółce, postawy moralne czy etyczne członków organów spółki itp.

B i b l i o g r a f i a

- Błaszczak, A.** (2003) Wojna dwóch panów W. *Rzeczpospolita*, 19 maja.
- Company Law and Corporate Governance* (2003) Commission Presents Action Plan, Brussels.
- Cyrson, E.** (2002) Nowy paradygmat strategii konkurencji. W: Skawińska E. (red.), *Konkurencyjność przedsiębiorstw – nowe podejście*, Warszawa – Poznań: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Gadomski, W.** (2001) Wydmuszki Balfoura. *Gazeta Wyborcza*, 21 marca.
- Grudzewski, W.M., Hejduk, I.K., Sankowska, A., Wańtuchowicz M.** (2007) *Zarządzanie zaufaniem w organizacjach wirtualnych*. Warszawa: Dfin.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H.** (1994) The Nature of Man. *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Klimczak, B.** (2005) Uwagi o powiązaniach między standardową ekonomią i nową ekonomią instytucjonalną. W: Rudolf S. (red.), *Nowa ekonomia instytucjonalna. Aspekty teoretyczne i praktyczne*. Kielce: Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomii i Administracji w Kielcach.
- Malinowski, A.** (2003) *Władztwo korporacyjne w dobie transformacji. Próba ujęcia wielopłaszczyznowego*. Niepublikowany doktorat, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
- Oktawa, L.** (2001) EBOR wsparł drobnych akcjonariuszy. *Rzeczpospolita*, 12 marca.
- Rudolf, S.** (1996) *Przedstawicielstwo pracownicze w radach nadzorczych spółek* (Raport z badań). Łódź: Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego.
- Rudolf, S.** (2009) Analiza działalności związków zawodowych z wykorzystaniem teorii kosztów transakcyjnych. W: *Nowa ekonomia instytucjonalna. Teoria i zastosowania*. Kielce: Wyższa Szkoła Ekonomii i Prawa w Kielcach.
- Staniek, Z.** (2005) Uwarunkowania i wyznaczniki efektywności systemu instytucjonalnego. W: Pacho W. (red.), *Szkice ze współczesnej teorii ekonomii*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.
- Urbanek, P.** (2009) Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych warunkach kryzysu gospodarczego. W: *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*. Sopot: Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.
- Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, Dz.U. z 1996 roku, nr 118.
- Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, Dz. U. z 1990 roku, nr 51, poz. 298.
- Williamson, O.E.** (1998) *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu. Firmy, rynki, relacje kontraktowe*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Wpływ liczebności rad nadzorczych i zarządów spółek publicznych na wyniki spółek

Dr Leszek Bohdanowicz | Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Uniwersytet Łódzki |
lbohdan@uni.lodz.pl

| Streszczenie

Głównym celem opracowania było przedstawienie wyników badań na temat związków pomiędzy liczebnością organów statutowych a wynikami finansowymi polskich spółek publicznych. Takie badania są unikalne w modelach dwupoziomowych. Autor weryfikował osobno hipotezy na temat związków pomiędzy liczebnością zarządu i liczebnością rady nadzorczej a wynikami spółek. Po ich przeprowadzeniu potwierdzono pozytywne relacje pomiędzy liczebnością zarządu i wynikami, a negatywne pomiędzy liczebnością rady nadzorczej i wynikami księgowymi.

| Wprowadzenie

Dużo miejsca w badaniach światowych zajmują rozważania na temat związków pomiędzy różnymi charakterystykami rad a wynikami spółek. Sprawdzane są zależności empiryczne pomiędzy wynikami a strukturami rad pod względem: wykształcenia, płci, wieku czy udziału członków zewnętrznych. Niektóre badania odnoszą się również do związków pomiędzy wynikami a ich liczebnością. Rezultaty tych badań stały się bodźcem do wprowadzenia odpowiednich ograniczeń liczebności organów statutowych w niektórych kodeksach dobrych praktyk,

np. *Olivencia Report* (Hiszpania), *Nørby Report & Recommendations* (Dania), *Berlin Initiative Code* (Niemcy) czy *Swedish Shareholder Association Policy* (Szwecja). To pokazuje, jak duże znaczenie ma wskazany problem.

Zależności pomiędzy liczebnością rad i efektywnością ich funkcjonowania, a w rezultacie wynikami spółek, wywodzą się z problemów działań zespołowych, a szczególnie problemu „jeżdżca na gapę” w grupie ludzi opisanych przez Mancura Olsona (1965). Twierdził on, że członkowie grupy, którzy w niewielkim stopniu angażują się we wspólne działania odnoszą takie same korzyści z działań grupowych, jak ci, którzy angażują się w dużym stopniu. Impuls do uchylania się od działań wspólnych wzrasta wraz ze wzrostem liczebności grupy. Wnioski z dorobku teorii działań grupowych wskazują, że wzrost liczebności rad spółek będzie prowadził do obniżenia efektywności wykonywania przez nie zadań.

Badania na temat charakterystyk rad prowadzono głównie w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Dziś korzystamy z nich wszyscy, ale trzeba pamiętać, że mimo konwergencji systemów nadzoru, różnice instytucjonalne w wielu krajach są znaczne. Dotyczy to szczególnie różnic pomiędzy modelem jednopoziomowy a dwupoziomowym. Z tego powodu tak istotne są tego typu badania w Polsce, gdzie podział funkcji rad nadzorczych i zarządów jest jasno określony. Nie pozostaje to bez wpływu na optymalną liczebność obu organów. Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie wyników badań na temat związków pomiędzy liczebnością organów statutowych a wynikami finansowymi polskich spółek publicznych.

1 | Przegląd literatury

Wpływ liczebności organów statutowych spółek na wyniki spółek nie jest jednoznaczny (Conyon, Peck 1998). Większa liczebność organów, to również możliwość wygenerowania większej liczby koncepcji oraz pełniejsza ocena sytuacji spółki, dlatego też – jak pokazują badania – liczniejsze organy mają większą zdolność do odrzucania projektów, które wydają się być bardziej ryzykowne, a tym samym rzadziej angażują się w procesy przejęć spółek i restrukturyzacji (Cheng 2008; Coles i in. 2008). Jednakże we wszystkich większych grupach trudniej jest osiągnąć konsensus, a ostateczna decyzja obejmuje większą liczbę kompromisów i jest podejmowana dużo wolniej (Kogan, Wallach 1966; Sah, Stiglitz 1991).

Jedne z pierwszych badań na temat związków pomiędzy liczebnością rad spółek a ich wynikami finansowymi przeprowadził David Yermack (1996). Wynikało z nich, że mniej liczne rady są efektywniejsze, a ich spółki osiągają lepsze wyniki finansowe. Podobne wnioski wyciągnęli również Hoa Nguyen i Robert Faff (2006/2007), którzy zauważyli, że mniej liczne rady efektywniej reprezentują interesy akcjonariuszy, a rozmiar rady jest negatywnie skorelowany z wartością spółki mierzoną wskaźnikiem q Tobina. Znaczące są również spostrzeżenia Michaela C. Jensena (1993), który sugerował, że zbyt duża liczebność rady będzie ograniczała dynamikę jej pracy i pogarszała efektywność. Jeśli rada przekroczy krytyczną liczebność, to problem koordynacji

działań przewyższy korzyści wynikające z powołania dodatkowego członka, co będzie prowadziło do pogarszania wyników spółki.

Inne badania potwierdziły jednak, że powyższe wnioski nie są uniwersalne. Jeffrey Coles i in. (2008) zauważyli, że w dużych spółkach większe i bardziej niezależne rady przyczyniają się do zwiększenia wartości spółek. Ich zdaniem, w pewnych okolicznościach zwiększenie liczebności rad nie prowadzi do zmniejszenia ich efektywności. To spostrzeżenie znalazło swoje odzwierciedlenie w badaniach, jakie przeprowadzili Rajeswararao S. Chaganti i in. (1985). Porównali oni próbę spółek upadłych z tymi, które przetrwały i potwierdzili, że spółki, które nie ogłosiły upadłości miały liczniejsze rady.

Na świecie prowadzono również badania na temat struktur rad, w tym udziału w nich członków zewnętrznych i ich wpływu na efektywność funkcjonowania spółek. Tendencja do wzrostu liczby członków zewnętrznych, szczególnie w dużych spółkach, stała się widoczna po wprowadzeniu zaleceń kodeksów dobrych praktyk w nadzorze korporacyjnym (Guest 2008, Peasnell i in. 2003). Barry D. Baysinger and Henry N. Butler (1985) zauważyli, że liczba zewnętrznych członków rad wpływa pozytywnie na wyniki spółek, a Stuart Rosenstein i Jeffrey G. Wyatt (1990) dodali, że powołanie do rady nowego, zewnętrznego członka jest dobrze postrzegane przez inwestorów, co znajduje odzwierciedlenie w wartościach wskaźników rynkowych.

Wyżej opisane zależności mogą być nieco inne w modelach dwupoziomowych. O ile w państwach anglosaskich rady dyrektorów wielu spółek są zdominowane przez członków wewnętrznych, o tyle w Niemczech, Austrii czy Polsce mamy do czynienia z dwoma organami – zarządzającym spółkami zarządem i nadzorującą go radą nadzorczą. Systemową cechą ustroju spółek w tych państwach jest formalna niezależność członków rad od członków zarządów, a – jak pokazują badania – organy nadzorcze są w tych krajach liczniejsze niż organy zarządcze (Bohdanowicz i in. 2008). To jednak zarządy odpowiadają za prowadzenie spraw spółek, a rady są często postrzegane jako organy dość bierne i głównie zatwierdzające lub opiniujące propozycje zarządów (Jeżak 2005; Kołodkiewicz 2008, Rudolf i in. 2002).

Ograniczona możliwość wpływania rad nadzorczych na wyniki spółek jest również efektem skoncentrowanych struktur własnościowych spółek. W tym przypadku właściciele mają możliwość bezpośredniego, nieformalnego wpływania na członków zarządów, bez konieczności powoływania dodatkowych członków rad. Ponadto w niektórych spółkach publicznych członkami zarządów są ich akcjonariusze większościowi, co sprawia, że rady nadzorcze nie są w stanie sprawować funkcji kontrolnej. Dlatego też czasem trudno jest empirycznie potwierdzić zależności pomiędzy wynikami spółek a liczebnością rad. W Polsce nie udało się to na przykład w badaniach Marii Aluchny (2007). Niemniej jednak zgodnie z kodeksem spółek handlowych do zadań rad nadzorczych należy ocena działań zarządów oraz powoływanie, odwoływanie i zawieszanie członków zarządów, a także określanie zasad wynagradzania zarządów (Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000 r.). Nawet jeśli rady nadzorcze nie mają możliwości wydawania wiążących poleceń członkom zarządów, to przez realizację tych zadań mają wpływ na wyniki spółek.

Na podstawie wyżej przytoczonych badań i założeń postawione zostały trzy hipotezy na temat związków pomiędzy liczebnością organów statutowych a wynikami spółek:

- H1: Liczebność organów statutowych polskich spółek publicznych (rad nadzorczych i zarządów razem) wpływa na wyniki spółek.
- H2: Liczebność rad nadzorczych wpływa na wyniki spółek.
- H3: Liczebność zarządów wpływa na wyniki spółek.

3 | Metoda i wyniki badania

3.1 | Próba badawcza

W skład próby badawczej wchodziły spółki niefinansowe notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2005–2008. W badaniu pominięto spółki finansowe, co jest dość częstą praktyką, gdyż struktura ich sprawozdań finansowych jest inna niż spółek niefinansowych. Inna jest również ich struktura aktywów i pasywów. Dzięki ich pominięciu zapewnia się spójność oraz jednorodność próby (Dogan, Smyth 2002). Łącznie analizowano 1022 roczne obserwacje: 209 z 2005 roku, 232 z 2006 roku, 281 z 2007 roku i 300 z 2008 roku. Dane na temat spółek pozyskiwano z raportów rocznych, a także ze stron internetowych www.bankier.pl oraz www.parkiet.com.pl.

3.2 | Zmienne badawcze

| Wyniki finansowe spółek

Przy pomiarze wyników funkcjonowania spółek wykorzystano cztery wskaźniki: wskaźnik rentowności aktywów razem (ROA), wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE), wskaźnik wzrostu wartości majątku akcjonariuszy oraz wskaźnik q Tobina.

Wskaźniki księgowe, tj. rentowność aktywów razem (ROA) oraz rentowność kapitału własnego (ROE) były obliczane jako relacja zysku netto do wartości księgowej aktywów razem lub wartości księgowej kapitału własnego na koniec roku (Gajdka, Walińska 2000; Leszczyński, Skowronek-Milczarek 2000).

Wzrost wartości majątku akcjonariuszy (ang. *stockholder health*, WMA) obliczano według formuły (Canyon, Leech 1994):

$$[(P_t + d_t)/P_{t-1}] \cdot MV_{t-1},$$

gdzie:

P_t – cena akcji w roku t ,

d_t – wartość dywidendy na akcję w roku t ,

P_{t-1} – cena akcji w roku $t - 1$,

MV_{t-1} – wartość rynkowa spółki w roku $t - 1$.

W analizach stosowano logarytm naturalny z otrzymanych wartości. Ceny walorów były korygowane, jeśli w trakcie roku przeprowadzono operację podziału akcji (ang. *split*).

Wskaźnik q Tobina (TBQ) liczony był jako suma rynkowej wartości kapitału akcyjnego i księgowej wartości zobowiązań ogółem podzielona przez księgową wartość aktywów razem (Lemmon, Lins 2003; Nguyen, Faff 2006/2007). Jest to jedna z uproszczonych formuł liczenia tego wskaźnika, która powstała z powodu trudności obliczania go w formule podstawowej, wymagającej kalkulacji wartości odtworzeniowej (Lawellen, Badrinath 1997; Perfect, Wiles 1994). Z innych przybliżonych formuł można wymienić zaproponowaną przez Kee H. Chunga i Stephena W. Pruittta (1994) i zastosowaną m.in. przez Geoffrey'a C. Kiela oraz Gavina J. Nicholsona (2003), gdzie wskaźnik q Tobina liczonego jako sumę wartość rynkowej akcji zwykłych, księgowej wartości akcji uprzywilejowanych i wartości księgowej zadłużenia długoterminowego podzielona przez wartość księgową aktywów razem. Wartości przybliżone, jak podkreślili George S. Allayannis i James P. Weston (2001) są z formułą podstawową silnie skorelowane.

| Liczebność i struktura organów statutowych spółek

Zmiennymi opisującymi liczebność rad były zmienne: liczba członków zarządu (LCZ), liczba członków rady nadzorczej (LCRN) oraz liczba członków organów statutowych (LCOS), czyli łącznie członków zarządów i rad nadzorczych. Ponadto w analizach uwzględniono trzy zmienne opisujące struktury organów spółek, tj. zmienne: liczba kobiet w organach statutowych łącznie (LKOS), liczba kobiet w zarządzie spółki (LKZ), liczba kobiet w radzie nadzorczej (LKRN). Dane na temat tych zmiennych dotyczyły dnia 31 grudnia i nie uwzględniały fluktuacji liczebności organów statutowych oraz zmian ich struktury w trakcie roku.

| Struktury własnościowe spółek

Do zmiennych opisujących struktury własnościowe należały: stopień koncentracji struktur własnościowych (KSW), udział we własności zagranicznych inwestorów (WZI), udział we własności Skarbu Państwa (WSP), udział we własności instytucji finansowych (WIF) oraz udział we własności członków zarządu spółki (WZS). Zmienne opisujące struktury własnościowe obliczono ze względu na dostęp do danych, na podstawie bloków większych niż 5% akcji i dotyczyły one udziału w prawach do głosowania, a nie w kapitale zakładowym.

| Pozostałe zmienne

Do modeli wprowadzono również kilka zmiennych kontrolnych. Były to: rodzaj sektora, rok obserwacji, rok upublicznienia spółki, wielkość spółki oraz struktura kapitału.

Rodzaj sektora określany był zgodnie z klasyfikacją Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Wszystkie spółki zostały podzielone i przyporządkowane do jednego z 25 sektorów: przemysł metalowy, przemysł spożywczy, przemysł elektromaszynowy, przemysł materiałów budowlanych, przemysł farmaceutyczny, energetykę, przemysł lekki, przemysł chemiczny, przemysł paliwowy, przemysł motoryzacyjny, przemysł tworzyw sztucznych, przemysł drzewny,

przemysł inny, handel detaliczny, handel hurtowy, informatykę, budownictwo, media, telekomunikację, hotele i restauracje, usługi inne, banki, deweloperów, ubezpieczenia i finanse inne. Przytoczona klasyfikacja była zastosowana przez GPW w Warszawie w 2008 roku. W okresie, dla którego prowadzono badania uległa ona zmianom, dlatego każda z obserwacji podlegała weryfikacji.

Rok upublicznienia spółki w badaniach anglosaskich określany był jako wiek spółki. W Polsce, ze względu na odmienną historię, a także krótszy czas rozwoju rynku kapitałowego, trudno zakładać, że cykl życia spółek przebiega w sposób podobny do cyklu życia spółek anglosaskich. Przez ostatnie lata zmieniała się struktura upublicznianych spółek. Na parkiecie pojawia się coraz więcej spółek od początku prywatnych, natomiast coraz mniej byłych przedsiębiorstw państwowych.

Wielkość spółki mierzona była jako wartość aktywów razem. Wprowadzenie zmiennej rok obserwacji pozwoliło na wyeliminowanie w analizie regresji wpływu czynników makroekonomicznych na wyniki spółek. Ostatnia zmienna kontrolna, struktura kapitału wprowadzona została ze względu na silną zależność od niej wskaźników opisujących wyniki spółek. Wynika to z wpływu kosztu kapitału na wyniki spółek oraz odmiennego postrzegania przez inwestorów ryzyka inwestycji w akcje spółek o różnym poziomie zadłużenia (Jerzemowska 1999; Urbanek 2006). Zmienna ta była obliczana jako relacja kapitału własnego do aktywów razem.

| Statystyki opisowe

Statystyki opisowe zmiennych opisujących wyniki spółek, po usunięciu wartości odstających, znajdują się w tabeli 1. W badanym okresie średnia rentowność kapitału własnego spółek z próby wynosiła 7%, a średnia rentowność aktywów razem 4%. Średnia wartość logarytmu naturalnego wskaźnika wzrostu wartości majątku akcjonariuszy 18,98, natomiast średnia wartość wskaźnika q Tobina 1,78.

Tabela 1 | Statystyki opisowe zmiennych dotyczące wyników spółek

Zmienna	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	N
ROE	0,07	0,10	0,28	999
ROA	0,04	0,05	0,13	1019
ln WMA	18,98	18,82	1,77	667
TBQ	1,78	1,41	1,25	1003

Źródło: opracowanie własne.

W analizowanym okresie miał miejsce zarówno wzrost, jak i gwałtowny spadek wskaźników makroekonomicznych w gospodarce światowej. Widoczne to było również w wynikach spółek wchodzących w skład próby. Wszystkie wskaźniki opisujące wyniki miały najwyższe wartości w latach 2006–2007, natomiast rok 2008 przyniósł ich spadek. Dotyczyło to tak wskaźników ROA

Tabela 2 | Zależność pomiędzy rokiem obserwacji a zmiennymi opisującymi wyniki spółek

Zmienna	Rok	Średnia	Odchylenie standardowe	N
ROE	2005	0,07	0,32	195
	2006	0,08	0,30	227
	2007	0,10	0,22	279
	2008	0,02	0,28	298
ROA	2005	0,04	0,16	207
	2006	0,05	0,11	231
	2007	0,05	0,12	281
	2008	0,01	0,12	300
ln WMA	2005	18,61	1,79	178
	2006	19,16	1,71	201
	2007	19,13	1,75	217
	2008	18,97	1,81	71
TBO	2005	1,73	1,19	203
	2006	2,34	1,41	224
	2007	2,06	1,33	276
	2008	1,14	0,69	300

Źródło: opracowanie własne.

i ROE, które miały najwyższe wartości w 2007 roku, jak i wskaźników wzrost wartości majątku akcjonariuszy i q Tobina, które najwyższe wartości miały w 2006 roku (szerzej tabela 2).

Średnia liczebność organów statutowych razem w badanym okresie wynosiła 8,81 członka, przy czym średnia liczebność zarządów wynosiła 3,13, natomiast rad nadzorczych 5,67. Średnia liczba kobiet w organach statutowych wynosiła 1,02. Więcej kobiet zasiadało w radach nadzorczych (średnia wynosiła 0,74) niż w zarządach (0,29), czyli oba organy statutowe spółek były zdominowane przez mężczyzn (szerzej tabela 3).

Tabela 3 | Statystyki opisowe zmiennych opisujących liczebność organów statutowych spółek

Zmienna	Średnia	Mediana	Odchylenie Standardowe	N
LCOS	8,81	8	2,34	1024
LCZ	3,13	3	1,53	1024
LCRN	5,67	5	1,32	1024
LKOS	1,02	1	1,09	1024
LKZ	0,29	0	0,55	1024
LKRN	0,74	0,5	0,91	1024

Źródło: opracowanie własne.

Średnia wielkość największego bloku akcji w badanym okresie była dość stabilna i mieściła się w przedziale od 42,19 (w 2006 roku) do 44,89% (w 2009 roku). W opisywanym okresie spadł średni udział we własności zagranicznych inwestorów. Jeszcze w 2005 roku wynosił on 9,27%, by w 2008 roku wynieść 6,75%. Dość stabilny był udział we własności Skarbu Państwa, który wynosił od 3,44 (w 2006 roku) do 4,09% (w 2008 roku). Nieznacznie, ale systematycznie spadał natomiast udział we własności inwestorów instytucjonalnych. Średni udział wynosił w 2005 roku 12,16%, by w 2008 roku wynieść 11,86%. W badanym okresie wzrósł natomiast udział we własności członków zarządów. W 2005 roku wynosił on 14,67, a w 2008 roku 9,95% (szerzej tabela 4).

Tabela 4 | Zależność pomiędzy rokiem obserwacji a zmiennymi opisującymi struktury własnościowe

Zmienna	Rok	Średnia	Odchylenie Standardowe	N
KSW	2005	43,52	23,10	209
	2006	42,19	22,67	230
	2007	43,60	22,63	281
	2008	44,89	23,56	302
WZI	2005	9,27	22,91	209
	2006	9,39	22,51	230
	2007	7,57	20,16	281
	2008	6,75	18,55	302
WSP	2005	3,58	12,99	209
	2006	3,44	10,60	230
	2007	3,77	11,91	281
	2008	4,09	12,88	302
WIF	2005	12,16	16,55	209
	2006	12,15	16,64	230
	2007	11,89	16,26	281
	2008	11,86	16,40	302
WZS	2005	14,67	24,76	209
	2006	16,30	26,02	230
	2007	18,73	27,71	281
	2008	19,95	28,46	302

Źródło: opracowanie własne.

Oczywiście trzeba pamiętać, że wartości dotyczące udziału we własności poszczególnych rodzajów inwestorów są nieco zaniżone. Wynika to z możliwości uwzględniania w badaniu tylko bloków akcji większych niż 5%. Ponadto na podstawie średniej możemy ocenić ogólne tendencje w badanym okresie, ale miara ta daje ograniczone możliwości poznawcze w przypadku, gdy

rozkład nie jest normalny. Trzeba pamiętać, że na 1022 obserwacje w 859 przypadkach udziałów nie mieli zagraniczni inwestorzy, w 835 udziałów nie miał Skarb Państwa, w 405 przypadkach udziałów nie mieli inwestorzy instytucjonalni, a 612 udziałów nie mieli członkowie zarządów. Miało to duży wpływ na wartości średniej.

| Analiza regresji

Wpływ liczebności organów statutowych na wyniki finansowe był testowany osobno dla organów statutowych razem oraz osobno rad nadzorczych i zarządów. Wyniki analizy regresji, opisane w tabeli 5, pokazują, że liczebność organów statutowych ma wpływ na wzrost wartości majątku akcjonariuszy ($p < 0,01$) oraz wartości wskaźnika q Tobina ($p < 0,01$). Ponadto na wyniki spółek wpływały niektóre zmienne kontrolne. Były to zmienne: stopień koncentracji struktur własnościowych (na ROA przy $p < 0,001$ i ROE przy $p < 0,05$), udział we własności zagranicznych inwestorów (na wzrost wartości majątku akcjonariuszy przy $p < 0,01$), udział we własności inwestorów finansowych (na ROE przy $p < 0,1$, wzrost wartości majątku akcjonariuszy przy $p < 0,01$ i wskaźnik q Tobina przy $p < 0,1$), udział we własności członków zarządu spółki (na ROE przy $p < 0,05$), struktura kapitału (na ROA, ROE i ln WMA przy $p < 0,001$ oraz wskaźnik q Tobina przy $p < 0,01$), wielkość spółki (na ROA, ROE i wskaźnik q Tobina przy $p < 0,001$ oraz ln WMA przy $p < 0,1$), sektor (na ln WMA przy $p < 0,1$, na ROA przy $p < 0,05$, na ROE przy $p < 0,01$ oraz na wskaźnik q Tobina przy $p < 0,001$) oraz rok obserwacji (na ln WMA przy $p < 0,05$, na ROE przy $p < 0,01$ oraz na na ROA i wskaźnik q Tobina przy $p < 0,001$).

Wyniki analizy regresji, które znajdują się w tabeli 5 częściowo potwierdzają hipotezę 1. Liczebność organów statutowych spółek wpływa na dwa zastosowane wskaźniki – wskaźnik q Tobina oraz wzrost wartości majątku akcjonariuszy. W obu przypadkach są to zależności pozytywne. Nie było natomiast związków pomiędzy liczebnością organów statutowych ogółem a wskaźnikami księgowymi (ROA i ROE).

W tabeli 6 znajdują się wyniki analizy regresji opisujące wpływ liczebności rad nadzorczych i zarządów na wyniki finansowe. Wynika z nich, że liczebność zarządu miała wpływ na wartości wskaźników ROE ($p < 0,1$), wzrost wartości majątku akcjonariuszy ($p < 0,01$) i wskaźnik q Tobina ($p < 0,01$), natomiast liczebność rad nadzorczych na wskaźniki księgowe, czyli ROA ($p < 0,01$) i ROE ($p < 0,01$). Wpływ zmiennych kontrolnych na wyniki finansowe tylko nieznacznie różnił się od wpływu opisanego powyżej. Nie stwierdzono jedynie wpływu udziału we własności członków zarządu na ROE oraz sektora na wzrost wartości majątku dla akcjonariuszy. Można było natomiast zauważyć wpływ roku upublicznienia spółki na ROA ($p < 0,1$).

Częściowo potwierdzone zostały również hipoteza 2 i hipoteza 3. Ciekawy jest kierunek zależności w nich testowanych. Otóż wyniki analizy regresji opisane w tabeli 6 wskazują, że liczebność rad nadzorczych wpływa negatywnie na wyniki księgowe spółek, czyli wskaźniki ROA i ROE (w obu przypadkach $p < 0,01$), nie ma zaś wpływu na wskaźnik wzrost wartości majątku akcjonariuszy i wskaźnik q Tobina. Natomiast liczebność zarządów wpływa pozytywnie na wskaźnik wzrost wartości majątku akcjonariuszy i wskaźnik q Tobina (w obu przypadkach $p < 0,01$). Nie ma natomiast wpływu na wskaźniki księgowe. Wynika z tego, że akcjonariusze

Tabela 5 | Wpływ liczebności ogółem organów statutowych na wyniki spółek – analiza regresji

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienne zależne			
	ROA	ROE	ln WMA	TBQ
Liczba członków organów statutowych (LCOS)	0,00 (-1,72)	0,00 (-0,96)	0,07** (3,18)	0,06** (2,94)
Liczba kobiet w organach statutowych (LKOS)	-0,01 (-1,62)	0,00 (-0,31)	0,03 (0,74)	0,00 (-0,05)
Stopień koncentracji struktur własnościowych (KSW)	0,05*** (3,15)	0,10* (2,32)	0,30 (1,47)	0,22 (1,16)
Udział we własności zagranicznych inwestorów (WZI)	0,03 (1,44)	0,06 (1,34)	0,65** (3,19)	0,32 (1,55)
Udział we własności Skarbu Państwa (WSP)	-0,04 (-1,20)	-0,11 (-1,40)	-0,38 (-1,01)	-0,52 (-1,52)
Udział we własności inwestorów finansowych (WIF)	0,04 (1,44)	0,11† (1,96)	0,78** (3,20)	0,42† (1,75)
Udział we własności własność członków zarządu spółki (WZS)	0,02 (1,46)	0,08* (2,06)	0,14 (0,77)	-0,08 (-0,46)
Struktura kapitału (SK)	0,18*** (9,24)	0,32*** (6,30)	1,14*** (5,01)	0,67** (2,99)
Rok upublicznienia spółki (RUS)	0,00 (1,60)	0,00 (0,99)	0,01 (0,82)	0,01 (0,72)
ln (Wielkość spółki, AR)	0,01*** (5,08)	0,04*** (5,94)	0,14 ⁺ (1,65)	-0,18*** (-5,57)
Sektor (SEK)	0,02* (2,39)	0,06** (3,06)	0,14 ⁺ (1,65)	0,32*** (4,01)
Rok obserwacji (ROK)	-0,02*** (-5,06)	-0,02** (-2,82)	-0,10* (-2,47)	-0,24*** (-6,83)
Wyraz wolny	-0,34*** (-6,16)	-1,03 (-7,26)	1,44 (2,35)*	4,30*** (6,92)
N	999	997	649	983
Skorygowany R ² (%)	12,03	8,19	68,79	11,95
Statystyka F	12,37	8,41	120,06	12,10

Źródło: opracowanie własne.

Poziom istotności:

+ - $p < 0,1$ * - $p < 0,05$ ** - $p < 0,01$ *** - $p < 0,01$

Objaśnienia akronimów zmiennych zależnych:

ROA – rentowność aktywów

ROE – rentowność kapitału własnego

WMA – wzrost wartości majątku akcjonariuszy

TBQ – wskaźnik q Tobina

oraz rady nadzorcze spółek, które mają lepsze perspektywy rynkowe, uważają, że liczniejsze zarządy lepiej poradzą sobie z szansami w otoczeniu i dlatego powołują dodatkowych członków zarządów.

Tabela 6 | Wpływ liczebności rad nadzorczych i zarządów na wyniki spółek – analiza regresji

Zmienne niezależne i kontrolne	Zmienne zależne			
	ROA	ROE	ln WMA	TBQ
Liczba członków zarządu (LCZ)	0,00 (1,07)	0,01 ⁺ (1,65)	0,10** (3,23)	0,07** (2,27)
Liczba członków rady nadzorczej (LCRN)	-0,01** (-2,86)	-0,02** (-3,03)	0,03 (0,82)	0,05 (1,41)
Liczba kobiet w zarządzie spółki (LKZS)	-0,01 (-1,05)	-0,01 (0,70)	0,02 (0,23)	0,01 (0,18)
Liczba kobiet w radzie nadzorczej (LKRN)	0,00 (-1,18)	0,00 (0,15)	0,04 (0,77)	-0,01 (-0,16)
Stopień koncentracji struktur własnościowych (KSW)	0,05** (3,14)	0,10* (2,31)	0,30 (1,52)	0,22 (1,15)
Udział we własności zagranicznych inwestorów (WZI)	0,03 (1,50)	0,06 (1,39)	0,66** (3,22)	0,32 (1,58)
Udział we własności Skarbu Państwa (WSP)	-0,03 (-1,00)	-0,10 (-1,23)	-0,35 (-0,91)	-0,50 (-1,43)
Udział we własności inwestorów finansowych (WIF)	0,03 (1,48)	0,11* (2,01)	0,79** (3,22)	0,42† (1,75)
Udział we własności własność członków zarządów spółek (WZS)	0,02 (1,03)	0,06 (1,52)	0,08 (0,46)	-0,09 (-0,50)
Struktura kapitału (SK)	0,184*** (9,38)	0,33*** (6,49)	1,16*** (5,09)	0,67** (2,99)
Rok upublicznienia spółki (RUS)	0,001† (1,67)	0,00 (1,05)	0,01 (0,93)	0,01 (0,74)
Ln (Wielkość spółki, AR)	0,01*** (4,94)	0,04*** (5,78)	0,83*** (24,72)	-0,18*** (-5,59)
Sektor (SEK)	0,01† (1,83)	0,04* (2,39)	0,11 (1,29)	0,32*** (3,83)
Rok obserwacji (ROK)	-0,02*** (-5,00)	-0,02** (-2,74)	-0,10* (-2,49)	-0,24*** (-6,82)
Wyraz wolny	-0,31*** (-5,50)	-0,94*** (-6,50)	1,64** (2,62)	4,36*** (6,87)
N	999	997	649	983
Skorygowany R ² (%)	12,46	8,89	68,81	11,80
Statystyka F	11,15	7,94	103,11	10,38

Źródło: opracowanie własne.

Poziom istotności:

+ - $p < 0,1$ * - $p < 0,05$ ** - $p < 0,01$ *** - $p < 0,01$

Objaśnienia akronimów zmiennych zależnych:

ROA – rentowność aktywów

ROE – rentowność kapitału własnego

WMA – wzrost wartości majątku akcjonariuszy

TBQ – wskaźnik q Tobina

| Podsumowanie

Przeprowadzone analizy pozwoliły na potwierdzenie założonych hipotez o związkach pomiędzy liczebnością organów statutowych a wynikami spółek. Większa liczebność zarządów wpływała pozytywnie na wartości wskaźnika ROE oraz wskaźników q Tobina i wzrost wartości majątku akcjonariuszy. Odwrotną zależność zaobserwowano w przypadku rad nadzorczych. Wzrost liczebności tych organów wpływał negatywnie na wyniki księgowo spółek (ROA i ROE). Analizując te wyniki trzeba podkreślić, że organy polskich spółek nie są liczne. Wśród zarządów spółek dominują nie większe niż czteroosobowe, a wśród rad nadzorczych pięcioosobowe. Ma to wpływ na wyniki niniejszych badań. Tu trzeba podkreślić, że w badaniach światowych często udawało się potwierdzić nieliniowy charakter opisywanych zależności. Przy stosunkowo niewielkiej liczebności organów polskich spółek, takiej zależności nie zaobserwowano.

Niniejsze badania potwierdziły, że w otoczeniu, w jakim przychodzi konkurować polskim spółkom, wzrost liczebności zarządów powoduje, iż większa liczba wypracowanych rozwiązań prowadzi do podjęcia optymalnych decyzji, co znajduje odzwierciedlenie w wynikach spółek. Równocześnie stosunkowo niewielka ich liczebność, co jest jednocześnie efektem specyfiki funkcjonowania organów statutowych w modelach dwupoziomowych, nie prowadzi do negatywnych efektów działań zespołowych, opisanych między innymi przez M. Olsona. Problem „jeźdźca na gapę” w zasadzie w nich nie występuje. Odwrotnie sytuacja wygląda w przypadku rad nadzorczych. Te organy są opisywane jako bierne. Ich głównym zadaniem jest kontrola zarządów, przy czym często podkreśla się, że w wielu przypadkach mają ograniczony dostęp do informacji o spółce i stosunkowo niewielki kontakt ze spółką. Niniejsze badania pokazują, że mimo występowania negatywnych relacji pomiędzy ich liczebnością a wynikami księgowymi spółek, inwestorzy nie postrzegają tej relacji za negatywną, gdyż nie ma zależności pomiędzy liczebnością a wskaźnikami rynkowymi. Trzeba jednak podkreślić, że są to organy, w których niewątpliwie problem „jeźdźca na gapę” występuje, a wielu członków rad nie wnosi niczego pozytywnego do ich funkcjonowania, jak i funkcjonowania spółek.

B i b l i o g r a f i a

- Allayannis, G., Weston, J.** (2001) The use of foreign currency derivatives and firm market value. *Review of Financial Studies*, 14, s. 243–276.
- Aluchna, M.** (2007) *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*. Warszawa: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.
- Baysinger, B.D., Butler, H.N.** (1985) Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board compositions. *Journal of Law Economics and Organization*, 1, s. 101–124.
- Bohdanowicz, L., Jeżak, J., Matyjas, Z., Sehic, A., Szabo, E., Auer-Rizzi, W., Reber, G.** (2008) *Determinants of Supervisory Board Size: Evidence from Austrian and Polish Listed Companies*. W: Pyka, J. (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług: Metody i narzędzia nowoczesnego zarządzania organizacjami*, Katowice: TNOiK.
- Chaganti, R.S., Mahajan, V., Sharma, S.** (1985) Corporate board size, composition and corporate failures in the retailing industry. *Journal of Management Studies*, 4, s. 400–417.
- Cheng, S.** (2008) Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87, a. 157–176.
- Chung, K.H., Pruitt, S.W.** (1994) A Simple Approximation of Tobin's q . *Financial Management*, 3, s. 70–74.
- Coles, J., Daniel, N., Naveen, L.** (2008) Boards: does one size fit all. *Journal of Financial Economics*, 87, s. 329–356.
- Conyon, M.J., Leech, D.** (1994) Top Pay, Company Performance and Corporate Governance. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 56, s. 229–247.
- Conyon, M.J., Peck, S.I.** (1998) Board size and corporate performance: evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4, s. 291–304.
- Dogan, E., Smyth, R.** (2002) Board Remuneration, Company Performance, and Ownership Concentration: Evidence from Publicly Listed Malaysian Companies. *ASEAN Economic Bulletin*, 3, s. 319–47.
- Gajdka, J., Walińska, E.** (2000) *Zarządzanie finansowe - teoria i praktyka*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Guest, P.M.** (2008) The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14, s. 51–72.
- Jensen, M.** (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System. *Journal of Finance*, 3, s. 831–880.

Jerzewska, M. (1999) *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Jęzak, J. (red.). (2005) *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.

Kiel, G.C., Nicholson, G.J. (2003) Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), s. 189–205.

Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2000r., DzU Nr 94, poz. 1037.

Kogan, N., Wallach, M. (1966) Modification of judgmental style through group interaction. *Journal of Personality and Social Psychology*, 4(2), s. 165–174.

Kotadkiewicz, I. (2008) Praktyka polskich rad nadzorczych – z perspektywy jej zagranicznych członków. *Organizacja i Kierowanie*, 134(4), s. 53–65.

Lemmon, M.L., Lins, K.V. (2003) Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 58, s. 1445–1468.

Leszczyński, Z., Skowronek-Milczarek, A. (2000) *Analiza ekonomiczno-finansowa firmy*. Warszawa: Difin.

Lewellen, W., Badrinath, S. (1997) On the measurement of Tobin's Q. *Journal of Financial Economics*, 44, s. 77–122.

Nguyen, H., Faff, R. (2006-2007) Impact of board size and board diversity on firm value: Australian evidence. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), s. 24–32.

Olson M. (1965), *The logic of collective action*. Cambridge: Harvard University Press.

Peasnell, K.V., Pope, P.F., Young S. (2003) Managerial equity ownership and the demand for outside directors. *European Financial Management*, 9(2), s. 231–250.

Perfect, S., Wiles, K. (1994) Alternative constructions of Tobin's Q. *Journal of Empirical Finance*, 1, s. 313–341.

Rosenstein, S., Wyatt, J.G. (1990) Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26, s. 175–191.

Rudolf, S., Janusz, T., Stos, D., Urbaneck, P. (2002) *Efektowny nadzór korporacyjny*. Warszawa: PWE.

Sah, R.K., Stiglitz, J. (1991) The quality of managers in centralized versus decentralized organizations. *Quarterly Journal of Economics*, 106, s. 289–295.

Urbaneck, P. (2006), *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*. Warszawa: PWE.

Yermack, D. (1996) Higher valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, s. 185–211.

Asymetria informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a wyniki ekonomiczne spółek giełdowych

Dr Anna Blajer-Gotłębewska | Katedra Mikroekonomii, Wydział Ekonomiczny,
Uniwersytet Gdański | a.blajer@ug.edu.pl

| Streszczenie

Zgodnie z założeniami zjawiska asymetrii informacji, nierówny dostęp do informacji powoduje, że podmioty doinformowane osiągają przewagę względem podmiotów niedoinformowanych. W celu weryfikacji tego twierdzenia przeprowadzono badanie na 289 polskich spółkach giełdowych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych na rynku podstawowym. Dla celów badawczych wyznaczono zmienne reprezentujące asymetrię informacji. Są to: liczba analityków (domów maklerskich) badających daną spółkę giełdową i sporządzających okresowe raporty giełdowe dotyczące tej spółki (ang. *analysts following*, *analysts coverage*), liczba dużych akcjonariuszy, udział akcjonariatu rozproszonego (ang. *free float*). Skonstruowano również wskaźnik skłonności przedsiębiorstw do przekazywania informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego. Najsilniejsze korelacje wykazano pomiędzy liczbą analityków a wartością księgową spółki, liczbą analityków a kapitałem własnym oraz liczbą analityków a kapitalizacją. Uwagę zwraca też wysoki współczynnik korelacji pomiędzy liczbą analityków a wskaźnikiem skłonności przedsiębiorstw do przekazywania informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego.

W rezultacie, można stwierdzić, że podmioty, w których występuje mniejsza asymetria informacji, osiągają przewagę z tego tytułu. Wyniki badania udowadniają, że niski poziom asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego skorelowany jest z wysokimi wynikami finansowymi spółek giełdowych.

Informacja jest strumieniem danych docierających do podmiotu, które mogą zostać przekształcone w zasób wiedzy (Forlicz 2008: 13–14), wspomagający podejmowanie decyzji. Podejmowanie optymalnych decyzji przez podmioty rynkowe jest więc uwarunkowane posiadaniem dostępu do pełnej, pewnej i symetrycznej informacji. Jednak w rzeczywistości gospodarczej częściej występuje tzw. asymetria informacji, czyli sytuacja, w której pewne podmioty mają większą ilość informacji niż inne. Nierównomierny dostęp do informacji powoduje, że podmioty doinformowane osiągają przewagę względem podmiotów niedoinformowanych. Przewaga ta może wynikać z podejmowania właściwych decyzji przez doinformowane podmioty lub też ze świadomego tworzenia i przekazywania niedoinformowanym podmiotom odpowiednio ukształtowanej informacji. Odpowiednio wykreowana informacja ma na celu wywołanie pożądanego zachowania u przeciwników w grze rynkowej.

Przykładem występowania podmiotów doinformowanych i niedoinformowanych są systemy nadzoru korporacyjnego¹. Podmiotami posiadającymi pełne informacje o funkcjonowaniu przedsiębiorstwa są w tym przypadku zarządzający przedsiębiorstwem (zarząd, menedżerowie), natomiast podmiotami niedoinformowanymi są akcjonariusze zewnętrzni².

| Wstęp

W literaturze światowej można znaleźć wiele opracowań odnoszących się do zagadnienia asymetrii informacji w systemach nadzoru korporacyjnego. Dotyczą one głównie badań na podstawie danych spółek notowanych na giełdach w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Do tej pory brakowało jednak podobnych badań, przeprowadzonych dla polskich spółek.

Dlatego też przeprowadzono badanie asymetrii informacji w spółkach giełdowych³ notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Głównym celem badania jest identyfikacja

¹ Na potrzeby niniejszego artykułu, przyjęto nazwę nadzór korporacyjny, gdyż to pojęcie upowszechniło się w literaturze polskojęzycznej, występuje w tłumaczeniach oficjalnych dokumentów (np. dokumenty OECD). Jest ono również najbliższe pojęciu *corporate governance*.

² Takie ukięrowanie tematyki implikuje ograniczenie zakresu analizy do relacji między zarządem a akcjonariuszami spółek. W rezultacie na potrzeby artykułu pojęcia przedsiębiorstwo i spółka akcyjna będą traktowane równoznacznie. Przyjęcie powyższej definicji wynika z przedstawiania zagadnień nadzoru korporacyjnego w takim właśnie ujęciu w dokumentach, tj. w przepisach prawnych i kodeksach dobrych praktyk. Literatura dotycząca nadzoru korporacyjnego w zakresie polityki informacyjnej również odnosi się niemalże wyłącznie do problemów zawartych w teorii agencji, a pomija stosunki z odbiorcami, dostawcami, konkurentami czy społeczeństwem.

³ Badania dotyczące asymetrii informacji pomiędzy szeroko rozumianym przedsiębiorstwem (pracownicy wyższego szczebla, menedżerowie, zarząd spółki, pozostali pracownicy) a inwestorami prowadzone są na podstawie danych dotyczących spółek giełdowych. W literaturze przedmiotu uznaje się bowiem, że stanowią one odpowiedni przykład dla ukazania problemu asymetrii informacji. Przemawiają za tym liczne względy, z których najważniejsze to obowiązek publikowania informacji finansowych oraz innych informacji dotyczących spółki, możliwość sprawdzenia skłonności spółek do działania zgodnie z wytycznymi wynikającymi z kodeksów dobrych praktyk oraz występowanie akcjonariuszy zewnętrznych i wewnętrznych.

asymetrii informacji, występującej w obszarze nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach giełdowych oraz zależności pomiędzy jej poziomem a wynikami ekonomicznymi badanych przedsiębiorstw. Do realizacji tego celu wyznaczony został szereg zadań badawczych: określenie zmiennych reprezentujących poziom asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego wykorzystywanych w badaniach światowych (przeprowadzanych głównie w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii), skonstruowanie wskaźnika skłonności przedsiębiorców do przekazywania informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego oraz zbadanie zależności między zmiennymi reprezentującymi poziom asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a danymi ekonomicznymi spółek giełdowych.

Główną hipotezą jest stwierdzenie, że istnieje odwrotna zależność pomiędzy poziomem asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego (ze szczególnym uwzględnieniem relacji pomiędzy zarządzającymi spółką akcyjną a akcjonariuszami) a poziomem wyników ekonomicznych spółek giełdowych. Innymi słowy, w przedsiębiorstwach osiągających wysokie wyniki ekonomiczne występuje niska asymetria informacji w systemach nadzoru korporacyjnego.

Badania, w celu zweryfikowania hipotezy, przeprowadzono na podstawie danych giełdowych, finansowych oraz analizy stron internetowych 289 spółek notowanych na rynku podstawowym w systemie notowań ciągłych w okresie objętym badaniem, tj. w pierwszym kwartale 2009 roku dla wskaźników asymetrii informacji oraz w 2008 roku w przypadku wskaźników finansowych. W badaniu znalazły się spółki każdego z sektorów przemysłu według klasyfikacji warszawskiej GPW⁴.

1 | Zmienne reprezentujące poziom asymetrii informacji

W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele propozycji zmiennych, które mogłyby reprezentować asymetrię informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego:

- udział akcjonariatu pracowniczego, czyli wskaźnik oparty bezpośrednio na założeniach, będących podstawą zagadnień nadzoru korporacyjnego wynikających z teorii agencji (Boumshleh, Reeb 2009; Becht, DeLong 2004);
- liczba analityków (ang. *analysts following*, *analysts coverage*) badających daną spółkę giełdową i sporządzających okresowe raporty giełdowe dotyczące tej spółki (Bhushan 1989; Cai i in. 2008);
- liczba dużych akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby akcji (Allen 1993);
- współczynnik wartości księgowej do wartości rynkowej (Huddart, Ke 2007);
- częstotliwość wykazywania strat przez przedsiębiorstwo (Huddart, Ke 2007);

⁴ Nazwy sektorów na podstawie GWP w Warszawie: bankowy (14 spółek), budowlany (23 spółki), przemysłu chemicznego (19 spółek), deweloperski (9 spółek), przemysłu drzewnego (7 spółek), przemysłu elektromaszynowego (24 spółki), energetyczny (2 spółki), finansowy (20 spółek), handlu detalicznego (18 spółek), handlu hurtowego (24 spółki), hoteli i restauracji (5 spółek), informatyczny (31 spółek), przemysłu lekkiego (8 spółek), materiałów budowlanych (14 spółek), mediów (13 spółek), przemysłu metalowego (16 spółek), przemysłu paliwowego (5 spółek), przemysłów innych (4 spółki), spożywczy (17 spółek), telekomunikacyjny (6 spółek), usług innych (10 spółek).

- różnica pomiędzy przewidywaniami analityków dotyczącymi wyników finansowych lub giełdowych a rzeczywistością uzyskiwanymi wynikami (Filbeck, Webb 2001; Boumoshleha, Reeba 2009);
- udział akcjonariuszy instytucjonalnych, np. instytucji ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych (Huddart, Ke 2007);
- wydatki na badania i rozwój (Aboody, Lev 2000);
- inne.

Często zdarzają się sytuacje, kiedy to ta sama zmienna w jednym opracowaniu reprezentuje asymetrię informacji, a w innym – wynik przedsiębiorstwa⁵. Podobnie zmienne stosowane w jednych opracowaniach jako reprezentujące poziom nadzoru korporacyjnego są przyjmowane w innych za zmienne reprezentujące poziom asymetrii informacji⁶. Takich przykładów można podać wiele. Problemy z niejednoznacznym przyjmowaniem zmiennych reprezentujących są znaczącą przyczyną niespójności wyników badań u poszczególnych ekonomistów.

Na potrzeby niniejszego badania, jako zmienne reprezentujące poziom asymetrii informacji, przyjęto wskaźniki najczęściej występujące w literaturze światowej: (1) liczbę analityków, (2) liczbę dużych akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% liczby akcji, a także, wobec braku dostępu do danych na temat akcjonariatu pracowniczego⁷, (3) udział akcjonariatu rozproszonego, czyli akcji będących w wolnym obrocie giełdowym, dla których procent akcji w posiadaniu jednego akcjonariusza wynosi mniej niż 5% (tzw. *free float*).

Średnia liczba dużych akcjonariuszy dla badanych spółek giełdowych wyniosła 3,17, przy czym wskaźnik ten przyjmował wartości od 0 (brak akcjonariuszy posiadających ponad 5% ogólnej liczby akcji; taki wskaźnik występował tylko w 2 spółkach) do 10. Analizy przeprowadzone w pierwszym kwartale 2009 roku wykazały, że dla spółek notowanych na warszawskiej GPW, liczba analityków waha się od 0 do 30. Średnia liczba analityków przypadająca na jedną spółkę wyniosła 2,21⁸.

⁵ Przykładem może tu być wskaźnik *q* Tobina. Steven Huddart i Bin Ke (2007) w swoich badaniach asymetrii informacji stosują współczynnik wartości księgowej do wartości rynkowej (ang. *book-to-market ratio*). Natomiast w badaniach Øyvinda Böhrena i Bernta A. Ødegaarda (2003), współczynnik *q* Tobina (jako iloraz wartości rynkowej aktywów i ich wartości odtworzeniowej mierzonej wartością księgową) ma reprezentować wyniki przedsiębiorstw.

⁶ Na przykład struktura własności, czy też udział akcjonariatu wewnętrznego, w badaniach Marii Aluchny, Macieja Dzierżanowskiego, Michała Przybyłowskiego i Anny Zamojskiej-Adamczak (2005) występują jako element analizy nadzoru korporacyjnego, a w badaniach Anwara S. Boumoshleha i Davida M. Reeba (2009) – jako wyznacznik asymetrii informacji.

⁷ Wstępne badanie telefoniczne, przeprowadzone we wrześniu 2008 roku na grupie 15 losowo wybranych spółek notowanych na GPW, wykazało brak danych dotyczących akcjonariatu pracowniczego. Nawet w przedsiębiorstwach, które wdrożyły programy motywacyjne dla pracowników w postaci emisji akcji pracowniczych dalszy obrót tymi akcjami nie był w pełni monitorowany. Pracownicy posiadają na ogół niewielki procent akcji, a obrót akcjami przez osobę posiadającą mniej niż 5% ogólnej liczby akcji lub mniej niż 10% głosów nie wymaga rejestracji. Ponadto, jak piszą autorzy *Białej księgi nadzoru korporacyjnego*, nietrwałość akcjonariatu pracowniczego, powstałego w Polsce w ramach Powszechnego Programu Prywatyzacji, a szczególnie wyprzedaż tych akcji w latach 1996–1998, implikują brak wpływu akcjonariatu pracowniczego polskich spółek na kształtowanie się mechanizmów nadzoru korporacyjnego (Tamowicz, Dzierżanowski 2002).

⁸ Dane niezbędne do określenia wartości wskaźnika „liczba analityków” w niniejszym badaniu pochodzą ze stron internetowych badanych spółek. Dotyczą one analityków, którzy sporządzali raporty o spółkach w ciągu ostatnich 3 lat poprzedzających badanie. W przypadku braku informacji na stronie internetowej danej spółki, uwzględniano liczbę analityków podaną na stronach internetowych portali finansowych. Wszczętości przydatne okazały się strony portalu finansowego Bankier.pl.

Liczba analityków, badających daną spółkę giełdową i sporządzających okresowe raporty, czy też udział akcji rozproszonych są wskaźnikami będącymi pochodnymi zainteresowania ze strony inwestorów. Pozostaje więc pytanie o wpływ przedsiębiorstwa na wskaźniki asymetrii informacji odnoszące się do akcjonariatu zewnętrznego.

W odpowiedzi na powyższe pytanie, na potrzeby badania, został skonstruowany wskaźnik asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego (λ), wyrażający skłonność przedsiębiorstwa do przekazywania informacji na temat jego funkcjonowania. Zgodnie z tymi wytycznymi, każda spółka notowana na GPW powinna prowadzić stronę internetową, na której umieszcza proponowane w kodeksach informacje istotne dla inwestorów. W rezultacie liczba danych, przedstawionych dobrowolnie na stronie internetowej, mających na celu przekazanie informacji o spółce jej inwestorom, wyznacza skłonność przedsiębiorstwa do przekazywania informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego⁹. Wskaźnik może przyjmować wartości od 0 do 1, przy czym na jego wyższą wartość mają wpływ następujące czynniki: większa dostępność i ilość informacji na stronie internetowej oraz kompletność informacji¹⁰. Do każdej z informacji przyporządkowano odpowiednie wartości. Gdy pełna informacja znajdowała się na analizowanej stronie internetowej, wówczas przyporządkowywano danej informacji wartość 1. Jeśli na stronie internetowej brak było danej informacji lub umieszczona była wyłącznie informacja odsyłająca do innych źródeł, wartość przyporządkowana wynosiła $\Omega=0$. W przypadku informacji niepełnej ustalano wartość $\Omega=0,5$.

W rezultacie każda ze spółek giełdowych mogła otrzymać 18 punktów, czyli po jednym za każdą informację. Wyniki badania zostały przedstawione za pomocą wskaźnika skłonności przedsiębiorstwa do przekazywania informacji (λ) w postaci ułamkowej (jako udział otrzymanych punktów w całkowitej liczbie punktów możliwych do uzyskania).

Wśród badanych spółek giełdowych najwyższą wartość wskaźnika (powyżej 0,9) uzyskały cztery spółki: ATM (sektor informatyczny), MMPPL (sektor mediów), WARFAMA (sektor przemysłu elektromaszynowego) oraz Bank BPH. Innymi słowy, te spółki najlepiej dbają o swój wizerunek oraz o relacje z inwestorami za pomocą swoich stron internetowych. W ujęciu sektorowym wśród badanych sektorów najwyższym wskaźnikiem λ wyróżniły się sektory: bankowy, budowlany, telekomunikacyjny, paliwowy.

⁹ Konstrukcja wskaźnika opiera się na wytycznych najczęściej wymienianych w kodeksach dobrych praktyk oraz na, określonych podczas badań literaturowych, obszarach systemów nadzoru korporacyjnego sprzyjających powstawaniu asymetrii informacji.

¹⁰ Informacje, które były sprawdzane na stronach internetowych to informacje o niezależności członków walnego zgromadzenia (zgodnie z „dobrymi praktykami powinno być spełnione kryterium niezależności, co najmniej dwóch członków rady nadzorczej oraz jej przewodniczącego. Zerowa wartość tego wskaźnika oznaczać może zarówno brak członków niezależnych w radzie nadzorczej, jak i brak informacji o niezależności członków na stronach internetowych spółek. Obie te sytuacje przyczyniają się bowiem do wzrostu poziomu asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego), transakcjach z podmiotami powiązаныmi i akcjonariuszami większościowymi, powiązaniach członków organów spółki z akcjonariuszami, informacje o wypłacie dywidendy, rodzajach akcji, systemach zarządzania ryzykiem, przestrzeganiu zasad nadzoru korporacyjnego i kosztach programów motywacyjnych. Ponadto sprawdzono dostępność aktualnych raportów rocznych, statutu spółki, regulaminów funkcjonowania zarządu i rady nadzorczej, informacji bieżących i okresowych, życiorysów zawodowych członków organów spółki, szczegółowych informacji dotyczących walnego zgromadzenia. Na wartość wskaźnika miał też wpływ fakt prowadzenia strony internetowej w języku angielskim oraz dostępność wyszukiwarki na stronie internetowej.

Analiza wskaźnika λ jako czynnika wpływającego na zróżnicowanie populacji spółek giełdowych w ujęciu sektorowym na podstawie jednoczynnikowej analizy wariancji ANOVA wykazała, że skłonność przedsiębiorców do dzielenia się informacjami uzależniona jest od sektora, w którym dane przedsiębiorstwo funkcjonuje, a więc można uznać sektor za czynnik w pewnym stopniu różnicujący poziom asymetrii informacji.

2 | Zależności pomiędzy zmiennymi reprezentującymi poziom asymetrii informacji w systemach nadzoru korporacyjnego

W celu zbadania zależności pomiędzy wynikami uzyskiwanymi przy zastosowaniu powyższych wskaźników wykorzystano analizę współczynników korelacji liniowej Pearsona. Na podstawie wspomnianej analizy (tabela 1) można stwierdzić, że istnieją statystycznie istotne następujące korelacje pomiędzy wskaźnikiem λ a liczbą analityków (0,3010) oraz udziałem akcjonariatu rozproszonego (-0,1750). Ze względu na dużą liczbę jednostek badawczych minimalna wartość współczynnika korelacji potrzebna, aby uznać zależność za statystycznie istotną wynosi 0,0969 (obszar krytyczny jednostronny).

Tabela 1 | Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy wskaźnikiem λ a pozostałymi zmiennymi reprezentującymi poziom asymetrii informacji

Współczynniki korelacji pomiędzy wskaźnikiem skłonności do przekazywania informacji (λ) a:	Dla 289 spółek	Dla 289 spółek w ujęciu sektorowym
liczbą analityków	0,3010	0,6659
liczbą dużych akcjonariuszy	0,0622	-0,2526
udziałem akcjonariatu rozproszonego	-0,1750	-0,5125

Źródło: opracowanie własne.

Podobne zależności wynikają z analizy korelacji pomiędzy zmiennymi reprezentującymi asymetrię informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego w ujęciu sektorowym. Współczynniki korelacji są istotne statystycznie, gdy ich moduł jest większy od 0,36874 (tabela 1).

Analiza wykazała, że trzy najwyższe średnie liczby analityków wystąpiły dokładnie w tych samych sektorach, w których występują trzy najwyższe wartości wskaźnika λ . Są to sektory: paliwowy (12,2), bankowy (9 analityków), telekomunikacyjny (5,67). Najniższa średnia liczba analityków wystąpiła w sektorze przemysłu lekkiego, czyli w tym, w którym również wskaźnik λ przyjmuje najniższą wartość (tabela 2).

W ujęciu sektorowym największa zależność (współczynnik korelacji równy 0,6659) występuje również pomiędzy współczynnikiem λ a liczbą analityków (domów maklerskich), badających daną spółkę giełdową i sporządzających okresowe raporty giełdowe dotyczące tej spółki. Jest to znaczące, gdyż liczba analityków w literaturze światowej jest najpopularniejszym wskaźnikiem

Tabela 2 | Średnie sektorowe zmienne reprezentujące poziom asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych

Sektor	λ	Analitycy	Liczba dużych akcjonariuszy	Akcjonariat rozproszony
Bankowy	0,78	9,00	1,79	0,23
Budowlany	0,67	1,09	4,04	0,40
Przemysłu chemicznego	0,64	1,74	3,37	0,33
Deweloperski	0,61	3,89	2,78	0,34
Przemysłu drzewnego	0,59	2,29	4,00	0,40
Przemysłu elektromaszynowego	0,65	0,58	3,25	0,33
Energetyczny	0,50	1,50	5,00	0,41
Finansowy	0,57	0,40	3,00	0,33
Handlu detalicznego	0,65	1,83	3,50	0,36
Handlu hurtowego	0,56	1,58	3,29	0,37
Hoteli i restauracji	0,59	2,20	3,00	0,21
Informatyczny	0,62	1,65	3,65	0,44
Przemysłu lekkiego	0,40	0,50	2,75	0,54
Materiałów budowlanych	0,56	1,93	2,71	0,41
Mediów	0,62	4,38	3,23	0,40
Przemysłu metalowego	0,58	1,88	2,63	0,34
Przemysłu paliwowego	0,74	11,20	2,80	0,37
Przemysłów innych	0,65	0,75	3,00	0,41
Spożywczy	0,60	1,41	2,41	0,41
Telekomunikacyjny	0,69	5,67	3,50	0,41
Usług innych	0,61	1,30	3,20	0,30

Źródło: opracowanie własne.

asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego. O wciąż rosnącej popularności tego wskaźnika świadczy choćby fakt, że dane, określane jako *analysts following*, czy też *analysts coverage* coraz częściej można znaleźć na stronach internetowych polskich spółek giełdowych. Występująca pomiędzy wskaźnikami wysoka korelacja potwierdza również słuszość stosowania wskaźnika skłonności przedsiębiorstw do przekazywania informacji λ jako zmiennej reprezentującej poziom asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego.

3 | Asymetria informacji a dane ekonomiczne spółek giełdowych

Analiza związków, pomiędzy zmiennymi reprezentującymi poziom asymetrii informacji a danymi ekonomicznymi spółek giełdowych, została przeprowadzona na podstawie danych finansowych i giełdowych uzyskanych przez spółki na koniec 2008 roku.

Tabela 3 | Średnie sektorowe wskaźniki giełdowe i finansowe spółek notowanych na GPW – dane za 2008 rok

Sektor	Liczba wyemitowanych akcji	Kapitalizacja (mln zł)	Wartość księgowa (mln zł)	Stopa dywidendy (%)	Zysk/strata netto z działalności kontynuowanej (dla akcjonariuszy spółki) (tys.)	Kapitał własny (tys.)
Bankowy	261 538 128	7 821,71	4 316,77	2,68	787 749,79	4 472 596,79
Budowlany	52 449 485	464,17	250,00	1,80	34 592,91	228 155,43
Przemysłu chemicznego	263 330 470	366,16	573,06	2,81	16 389,11	512 928,53
Deweloperski	153 020 126	320,67	637,45	1,46	52 714,11	659 407,44
Przemysłu drzewnego	58 373 076	389,00	355,32	6,03	-17 564,43	333 573,71
Przemysłu elektromaszynowego	42 256 033	151,54	221,31	2,41	5 965,88	213 681,33
Energetyczny	16 829 084	224,80	476,89	1,95	54 441,50	495 874,50
Finansowy	40 833 746	103,05	132,11	0,60	-19 232,75	140 273,75
Handlu detalicznego	181 845 634	399,39	184,66	0,91	23 385,78	194 507,78
Handlu hurtowego	14 702 177	115,17	151,46	2,90	7 620,82	144 285,22
Hoteli i restauracji	19 584 644	368,00	406,44	0,24	-6 613,00	388 910,80
Informatyczny	55 679 596	195,03	183,31	1,83	21 658,87	209 674,16
Przemysłu lekkiego	168 586 719	65,00	95,80	0,00	-2 6476,13	81 701,13
Materiałów budowlanych	35 909 256	236,00	226,17	1,69	-1 612,29	202 514,86
Mediów	81 398 060	821,15	295,82	1,33	58 310,54	304 429,15
Przemysłu metalowego	43 330 022	639,06	919,22	3,54	194 708,06	955 399,81
Przemysłu paliwowego	1 293 565 957	6785,00	9 810,03	2,32	-298 427,80	8 873 866,80
Przemysłów innych	26 859 646	183,00	115,79	0,00	594,75	109 483,25
Spożywczy	45 326 295	202,65	222,45	1,08	3 522,06	216 110,24
Telekomunikacyjny	323 309 923	4 740,67	3 361,18	1,83	414 147,67	3 308 584,00
Usług innych	43 162 603	121,90	115,09	2,05	7 351,60	113 216,40

Źródło: opracowanie własne.

Już na poziomie zbierania danych można było zauważyć, że w spółkach osiągających skrajnie wysokie wyniki finansowe liczba analityków wynosi co najmniej 10. Wyjątek stanowi PKN Orlen z bardzo wysoką liczbą analityków (30) i również wysoką stratą finansową. Większość spółek osiągnęło wynik finansowy nieprzekraczający 500 mln zł. Jedynie 9 spółek odnotowało wyniki finansowe za 2008 rok wyższe niż 500 mln zł. Są to głównie spółki sektora bankowego o wyższej niż przeciętna liczbie analityków (w nawiasach podano liczbę analityków): BRE (20), BZWBK (4), GETIN (9), HANDLOWY (5), PEKAO (20), PKOBP (10) oraz spółki TP SA (18), PGNIG (12), KGHM (13).

W celu sprawdzenia zależności, pomiędzy zmiennymi reprezentującymi poziom asymetrii informacji a danymi ekonomicznymi badanych spółek, zostały obliczone odpowiednie wskaźniki

Tabela 4 | Współczynniki korelacji pomiędzy zmiennymi reprezentującymi poziom asymetrii informacji a danymi ekonomicznymi spółek giełdowych

Wyszczególnienie	Liczba wyemitowanych akcji	Kapitalizacja	Wartość księgowa	Stopa dywidendy	Wynik finansowy netto z działalności kontynuowanej	Kapitał własny	Liczba miesięcy na rynku
Wskaźnik λ	0,09	0,20	0,21	0,18	0,14	0,21	-0,06
Liczba analityków	0,24	0,55	0,67	0,17	0,32	0,66	0,16
Liczba dużych akcjonariuszy	-0,13	-0,16	-0,16	0,00	-0,16	-0,16	-0,08
Akcjonariat rozproszony	0,03	-0,01	0,00	0,00	-0,02	0,00	0,14

Źródło: opracowanie własne.

korelacji Pearsona dla 289 spółek giełdowych. Zgodnie z obliczeniami dla danej próby badawczej, współczynniki korelacji są istotne statystycznie, gdy moduł z ich wartości jest większy od 0,0969 (tabela 4).

Analiza wykazała, że istnieją statystycznie istotne dodatnie zależności pomiędzy wszystkimi wskaźnikami reprezentującymi wyniki ekonomiczne a zmiennymi reprezentującymi asymetrię informacji (z wyjątkiem akcjonariatu rozproszonego). Spółki osiągające wysokie wyniki finansowe netto z działalności kontynuowanej oraz wypłacające wyższe dywidendy, są obiektem zwiększonego zainteresowania ze strony inwestorów i wykazują wysoką skłonność do przekazywania informacji.

Brak statystycznie istotnych relacji, pomiędzy skłonnością do przekazywania informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a liczbą wyemitowanych akcji oraz pomiędzy liczbą dużych akcjonariuszy a stopą dywidendy, można przypisać specyfice okresu badawczego. Badania zostały bowiem przeprowadzone w czasie kryzysu wpływającego na niestabilność rynku giełdowego, a w szczególności na politykę wypłaty dywidend czy też na ceny akcji.

Przeprowadzone badanie wykazało, że analitycy interesują się w szczególności spółkami o wysokiej wartości księgowej (współczynnik korelacji 0,67), wysokim kapitałem własnym (0,66) oraz wysokiej kapitalizacji (0,55). Należy tu zwrócić uwagę, że 36 spółek (12,5% spółek) uzyskało kapitalizację powyżej jednego miliarda złotych. Najwyższy poziom kapitalizacji (35,5 mld zł) uzyskał bank PKO BP. W przypadku kapitalizacji wyraźna jest dominacja spółek sektora bankowego, gdzie 85,7% z nich przekroczyło próg jednego miliarda złotych. Na drugim miejscu pod względem spółek o wysokiej kapitalizacji znajduje się sektor paliowy, gdzie 60% spółek giełdowych przekroczyło ten próg kapitalizacji.

Trzy sektory, w których wystąpiła najwyższa kapitalizacja, to sektory bankowy, paliwowy i telekomunikacyjny (tabela 3). Sektory te cechują się nie tylko najwyższymi wskaźnikami liczby analityków, ale i najwyższą skłonnością do przekazywania informacji w obszarze nadzoru

korporacyjnego. Wszystkie wymienione sektory wyróżnia również najwyższa wartość księgową oraz kapitał własny. Spółką, posiadającą najwyższy kapitał własny, jest PGNiG.

Słaba korelacja występuje pomiędzy liczbą analityków a długością okresu, przez jaki spółka jest notowana (liczbą miesięcy) na rynku. Wśród spółek giełdowych o małej liczbie analityków (do 5) są spółki notowane na giełdzie mniej niż 2 lata, ale i spółki, które notowane są już prawie 10 lat. Zależność jest jednak widoczna w przypadku spółek z wysoką liczbą analityków. Spółki, dla których liczba analityków przekracza 10, są notowane na giełdzie od co najmniej 46 miesięcy. Spółki, które przez długi czas są notowane na rynku giełdowym, posiadają większy udział akcjonariatu rozproszonego (nag. *free float*) i wzbudzają większe zainteresowanie analityków.

Na podstawie badania stwierdzono brak zależności pomiędzy udziałami akcjonariatu rozproszonego w spółkach giełdowych a ich wynikami ekonomicznymi. Wykazano również, że spółki przejawiające wyższą skłonność do przekazywania informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego osiągają wyższe wyniki ekonomiczne. Natomiast większa liczba dużych akcjonariuszy wiąże się z niższymi wynikami ekonomicznymi, osiąganymi przez te spółki (korelacje ujemne)¹¹.

| Wnioski z badań

Na podstawie przeprowadzonych badań, należy stwierdzić, że wyniki potwierdziły tezę główną oraz sformułowaną na potrzeby badania hipotezę. Oznacza to, że niski poziom asymetrii informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego związany jest z wysokimi wynikami finansowymi spółek giełdowych. W trzech sektorach (bankowy, paliwowy i telekomunikacyjny), cechujących się najwyższymi wskaźnikami liczby analityków oraz skłonnością do przekazywania informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego, występuje najwyższa kapitalizacja, najwyższa wartość księgową oraz największa wartość kapitału własnego.

Z powyższej analizy wynika, że najwyższa skłonność do przekazywania informacji występuje w spółkach giełdowych będących szczególnymi obiektami zainteresowania analityków, w których występuje stosunkowo duży akcjonariat większościowy (niewielki udział akcjonariatu rozproszonego). Potwierdza to również postawioną na początku hipotezę.

Podsumowując badanie, należy stwierdzić, że wykazane zależności odnoszą się do okresu, kiedy gospodarka światowa, a w tym i polska znajdowały się w fazie kryzysu. W rezultacie, ze względu na anormalne i zmienne poziomy dywidend oraz cen akcji, ich analiza nie mogła zostać w pełni wykorzystana. Pomimo niedojrzałości GPW w Warszawie, która jest nie tylko stosunkowo młodym rynkiem, lecz także liczba spółek notowanych na niej jest niewysoka

¹¹ Potwierdza to ujemną, choć statystycznie nieistotną korelację pomiędzy wskaźnikiem skłonności do przekazywania informacji w obszarze nadzoru korporacyjnego a liczbą dużych akcjonariuszy w ujęciu sektorowym (tabela 1).

w porównaniu do giełd w Nowym Jorku, Londynie czy Tokio, analiza wykazała pewne zależności, potwierdzające wyniki badań światowych. Rozwinięciem powyższych badań mogłaby być analiza dynamiczna, oparta na badaniu wpływu asymetrii informacji na wyniki finansowe z przesunięciem czasowym.

B i b l i o g r a f i a

- Aboody, D., Lev, B.** (2000) Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains. *Journal of Finance*, 55(6), s. 2747–2766.
- Allen, F.** (1993) Stock Markets and Resource Allocation. W: Mayer, C., Vivesa, X. (red.) *Capital Markets and Financial Intermediation*. Cambridge: Cambridge University Press, s. 81–108.
- Aluchna, M., Dzierzanowski, M., Przybyłowski, M., Zamojska-Adamczak, A.** (2005) *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*. Gdańsk: IBnGR.
- Becht, M., DeLong, B.** (2004) *Why Has There Been So Little Blockholding in America?*. Dostępny na: <http://delong.typepad.com/pdf/Blockholding.pdf> (28.10.2009).
- Bhushan, R.** (1989) Firm Characteristic and Analyst Following. *Journal of Accounting and Economics*, 11, s. 255–274.
- Bøhren, Ø., Ødegaard, B.A.** (2003) Governance and performance revisited, *ECGI Finance Working Paper*, No. 028/2003. Dostępny na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=423461, (28.10.2009).
- Boumosleh, A.S., Reeb, D.M.** (2009), Inside Directors, Managerial Competition, and the Asymmetric Information Problem. *Social Science Research Network*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=674082> (28.10.2009).
- Cai, J., Qian, Y., Liu, Y.** (2008) Information Asymmetry and Corporate Governance, *Drexel College of Business Research Papers*, 2. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1082589> (20.08.2009).
- Filbeck, G., Webb, S.E.** (2001), Information Asymmetries, Managerial Ownership and the Impact of Layoff Announcements on Shareholder Wealth, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 40(2), s. 31–48.
- Forticz, S.** (2008) *Informacja w biznesie*. Warszawa: PWE.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (2007) *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*. Dostępny na: <http://www.corp-gov.gpw.pl> (28.10.2009).
- GPWInfoStrefa – ekonomiczny serwis informacyjny Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i Polskiej Agencji Prasowej (www.gpwinfoStrefa.pl)
- Huddart, S.J., Ke, B.** (2007) Information Asymmetry and Cross-section Variation in Insider Trading, *Contemporary Accounting Research*, 24(1). Dostępny na: <http://www.caaa.ca/CAR/> (dn.25.06.2009).
- Tamowicz P., Dzierzanowski M.** (2002), *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, Gdańsk: IBnGR.

Aktywizacja inwestorów w spółkach publicznych – Polska w systemie regulacyjnym Unii Europejskiej i OECD

Mgr Krzysztof Grabowski | Urząd Komisji Nadzoru Finansowego |
krzysztof.grabowski@knf.gov.pl

| Streszczenie

W niniejszym artykule poddano analizie rolę, jaką w spółkach publicznych odgrywają inwestorzy i przedstawiono główne przyczyny ich niskiej aktywności zidentyfikowane przez polskich komentatorów oraz w raportach OECD. Rozważa się również, w jaki sposób można wpływać na wzrost tej aktywności. Na tym tle przedstawiono główne założenia dyrektywy o prawach akcjonariuszy (2007/36/WE), a następnie jej transpozycję do polskiego prawa spółek, a zwłaszcza te czynniki, które przez eliminację istniejących wcześniej barier oraz wprowadzenie nowych mechanizmów zwiększają możliwości oddziaływania przez akcjonariuszy na sposób funkcjonowania spółek publicznych. Podjęto próbę wytłumaczenia, jakie rewolucyjne zmiany spowodowało zastosowanie systemu dnia rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, a następnie opisano kolejne mechanizmy aktywizacji, oparte w głównej mierze na zapewnieniu łatwiejszego dostępu do znacznie zwiększonego zasobu informacji związanych z walnym zgromadzeniem oraz umożliwiające bardziej aktywne kształtowanie jego przebiegu przez akcjonariuszy. W końcowej części wskazano na znaczenie samoregulacji, po czym, na podstawie wniosków z raportu OECD, omówiono rolę giełd w kształtowaniu ładu korporacyjnego, który – przez aktywizację akcjonariuszy – wspomaga zrównoważony rozwój rynków kapitałowych.

1 | Rola inwestorów w spółkach publicznych

Jedną z podstawowych funkcji rynku regulowanego jest umożliwienie dokonywania bieżącej wyceny akcji notowanych spółek za pomocą mechanizmów rynkowych, przez określenie kursu będącego wynikiem równowagi pomiędzy popytem i podażą. Aby tak wyznaczony kurs oddawał rzeczywistość, aktualną wartość (cenę) akcji, giełdy podejmują rozmaite działania zmierzające do zapewnienia płynności, czyli w miarę ciągłego obrotu przy określonym poziomie wolumenu (liczby) akcji będących przedmiotem tego obrotu. Wydaje się oczywiste, że taki stały obrót możliwy jest tylko wtedy, gdy liczba akcjonariuszy jest stosunkowo duża, tak że zawsze znajdują się chętni do kupna lub sprzedaży akcji. Dlatego też giełdy w swoich regulaminach określają pewne wartości brzegowe, odnoszące się do minimalnej wartości akcji dopuszczanych do obrotu oraz do ich rozproszenia pomiędzy aktywnych inwestorów, zapewniających tzw. wolny obrót (ang. *free float*). Drugim z warunków umożliwiających rzetelną wycenę akcji na rynku regulowanym jest powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej, o czym będzie mowa nieco dalej.

Te dwie przedstawione cechy konstituują szczególną grupę spółek akcyjnych, zwanych w Polsce spółkami publicznymi. Ze względów historycznych obecna definicja ustawowa spółki publicznej obejmuje większą grupę spółek, z których nie wszystkie spełniają powyższe warunki, dlatego prowadzone są prace legislacyjne nad jej zawężeniem wyłącznie do spółek notowanych na rynku regulowanym, co również postulowano już wcześniej (Grabowski 2008: 536–547). W tym miejscu trzeba więc nadmienić, że choć w dalszej części artykułu używana jest ustawowa, szeroka obecnie definicja spółki publicznej, to wnioski odnoszą się raczej do tego wąskiego, postulowanego zakresu znaczeniowego.

Z punktu widzenia ładu korporacyjnego pewną negatywną konsekwencją dużego rozproszenia akcjonariatu spółek publicznych jest mniejsza identyfikacja przynajmniej części akcjonariuszy ze spółką, skutkująca w szczególności obniżeniem frekwencji na walnych zgromadzeniach, co może prowadzić do zaburzenia właściwych relacji pomiędzy organami spółki. Warto jednak pamiętać, że niezaprzeczalnie pozytywnym efektem upublicznienia spółki jest znacznie zwiększona jej przejrzystość, wynikająca ze wspomnianego wcześniej, charakterystycznego dla rynku regulowanego powszechnego i równego dostępu do informacji.

Ważną rolę w spółkach publicznych odgrywają inwestorzy instytucjonalni, a wśród nich fundusze inwestycyjne i emerytalne. Jacob S. Dreyer (2005) szeroko opisuje „aktywizm akcjonariusza instytucjonalnego”, który nie tylko stara się „rozwiązywać konkretne problemy w konkretnych spółkach”, lecz także podejmuje działania mające na celu ogólną poprawę funkcjonowania spółki, skutkujące wzrostem ładu korporacyjnego. W swojej pracy J.S. Dreyer zwraca jednak uwagę na występujący czasem konflikt interesów, który może prowadzić do negatywnych zachowań. Zagadnienie to zostało szczegółowo zbadane przez OECD Steering Group on Corporate, która już we wstępnym raporcie (OECD 2007) stwierdziła, że – jak już wcześniej podsumowano (Grabowski 2008:492):

„tzw. *activist investors*, do których zalicza się firmy *private equity* oraz *activist hedge funds*, przyczyniają się do wzmocnienia ładu korporacyjnego, ponieważ powiększają grono inwestorów zainteresowanych aktywnym korzystaniem ze swoich praw korporacyjnych”.

Opinia ta została podtrzymana i pogłębiona w końcowym raporcie (OECD 2008), z podkreśleniem jednak, że koniecznym warunkiem jest zachowanie przejrzystości działań podejmowanych przez takich inwestorów, szczególnie ze względu na możliwość wystąpienia konfliktu interesów lub innych zjawisk, które przy braku powszechnego dostępu do informacji mogłyby niekorzystnie oddziaływać na spółkę.

Liczni komentatorzy zwracają uwagę, że obowiązujący jeszcze do połowy 2009 roku w Polsce i w wielu państwach Unii Europejskiej wymóg blokowania akcji przez określony czas przed walnym zgromadzeniem był czynnikiem zniechęcającym inwestorów, szczególnie instytucjonalnych, do udziału w zgromadzeniach. Wielu z nich (Cejmer, Chruściński 2006: 218–219; Grabowski 2006b: 3; Radwan, Nowak 2008: 85–86; Sołtysiński i in. 2010:310) tłumaczy to między innymi ryzykiem kursowym, na jakie narażeni są inwestorzy, którzy ze względu na kilkudniowe choćby zablokowanie akcji pozbawieni są możliwości szybkiej ich sprzedaży w przypadku nagłego spadku kursu. Marcin Rodek (2007: 20) dodatkowo wskazuje, że w państwach, w których nie stosuje się takiej blokady, frekwencja na walnych zgromadzeniach jest wyraźnie wyższa.

2 | Aktywizacja inwestorów w dyrektywie o prawach akcjonariuszy

W tym kontekście zrozumiąle są przyczyny, dlaczego Unia Europejska w dyrektywie 2007/36/WE, znanej jako dyrektywa o prawach akcjonariuszy (dalej w tekście: dyrektywa) nakazała zniesienie obowiązku blokowania akcji przed walnymi zgromadzeniami spółek notowanych na rynku regulowanym. Proces prac nad dyrektywą, wraz z wszechstronną dyskusją tych oraz pozostałych argumentów opisali szczegółowo Mirosław Cejmer i Marcin Chruściński (2006) oraz Krzysztof Grabowski (2008: 493–514), a proces prac nad jej implementacją do prawa polskiego, z jak najpełniejszą, miejscami nawet rozszerzającą realizacją celów dyrektywy, zrelacjonowali Krzysztof Oplustil (2008c) i K. Grabowski (2008: 515–536). Jak to już wcześniej wspomniano (Grabowski 2007: 24), wprowadzenie dyrektywy spowoduje, że:

- zwiększy się zakres i dostępność informacji przed walnym zgromadzeniem;
- spółki będą zobowiązane do udzielania odpowiedzi na wszystkie pytania dotyczące spraw umieszczonych w porządku obrad;
- akcjonariusze będą mieli większe możliwości wpływania na porządek obrad;
- zakazane będzie uzależnianie udziału w walnym zgromadzeniu od zablokowania lub ograniczenia możliwości zbywania akcji;
- możliwe będzie zdalne uczestnictwo w walnym zgromadzeniu, za pośrednictwem środków elektronicznych;
- możliwe będzie głosowanie korespondencyjne przed walnym zgromadzeniem;

- ▮ zakazane będzie ograniczanie prawa do ustanawiania pełnomocników, a równocześnie jasno zostaną określone obowiązki pełnomocników wobec mocodawców;
- ▮ zwiększy się zakres i dostępność informacji po walnym zgromadzeniu.

Michał Romanowski i Adam Opalski (2009: 2) podsumowują, że „celem dyrektywy jest **ułatwienie akcjonariuszom spółek publicznych wykonywania praw korporacyjnych**”, ponieważ „zaangażowanie akcjonariuszy jest niezbędną przesłanką poprawy ładu korporacyjnego”. K. Oplustil (2008a: 63) wskazuje ponadto, że „regulacje dyrektywy mają na celu głównie ułatwienie transgranicznego wykonywania uprawnień przez akcjonariuszy”. Cele te nie są sprzeczne, lecz wzajemnie się uzupełniają, ponieważ z ułatwień transgranicznych korzystają również akcjonariusze krajowi, przyczyniając się one zatem w sposób istotny do wzrostu zaangażowania wszystkich grup akcjonariuszy.

Regulacje dyrektywy weszły w życie 3 sierpnia 2009 roku, a stosowne zmiany w kodeksie spółek handlowych zostały uchwalone i opublikowane z dużym wyprzedzeniem (Polska zgłosiła pełną implementację dyrektywy jako jedno z pierwszych państw członkowskich Unii Europejskiej), zapewniając „blisko 8-miesięczne *vacatio legis* (...), co stanowi nową, jak się wydaje dobrą, praktykę legislacyjną w odniesieniu do zmian kodeksowych nakładających poważne obowiązki na adresatów norm prawnych” (Romanowski, Opalski 2009: 20), zgodną – moim zdaniem – z duchem zasad ładu korporacyjnego. Jak pisze K. Oplustil (2008b: 125), „czas pokaże też, czy i w jakim stopniu nowe regulacje prowadzić będą do zwiększonej aktywności drobnych akcjonariuszy”. Zwraca on również uwagę (2009: 303), że przy okazji usunięto niektóre mankamenty „dotychczasowego unormowania tych praw mniejszości” i uzasadnia to spostrzeżeniem stwierdzeniem, że:

„Przedmiotowe prawa mniejszości mają istotne znaczenie z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego, ponieważ umożliwiają akcjonariuszom szybkie «uruchomienie» organu właścicielskiego i włączenie go w procesy decyzyjne zachodzące w spółce, a także wypełnienie jego funkcji kontrolnej wobec innych organów”.

W tym miejscu trzeba nadmienić, że proces usuwania mankamentów został przeprowadzony jeszcze szerzej, gdyż równocześnie poprawiono przepisy kodeksu spółek handlowych w sposób umożliwiający bardziej aktywne i skuteczne działanie rady nadzorczej w przypadku, gdy zarząd blokuje zwołanie walnego zgromadzenia, nadając także dodatkowe uprawnienia w tym zakresie akcjonariuszom większościowym.

3 | Aktywizacja akcjonariuszy w kodeksie spółek handlowych

Najbardziej rewolucyjna zmiana wymuszona przez dyrektywę polega na „**odłączeniu prawa do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu od akcji**, bezpośrednio po ustaleniu tego prawa” (Grabowski 2008: 490) i wynika z faktu, że „dyrektywa opiera legitymację do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu na tzw. systemie dnia rejestracji uczestnictwa (ang. *record date*)” (Horwath,

Oplustil 2008: 16). W konsekwencji został zniesiony dotychczas istniejący w Polsce obowiązek blokowania akcji na cały okres od siódmego dnia przed walnym zgromadzeniem aż do dnia jego zakończenia. Tym jednym ruchem usunięto związane z taką blokadą ryzyko kursowe, stanowiące jeden z istotnych czynników utrudniających aktywizację inwestorów instytucjonalnych.

Oprócz zniesienia powyższej przeszkody, w procesie implementacji dyrektywy do prawa polskiego wprowadzono wiele innych mechanizmów aktywizujących akcjonariuszy, zapewniających im znacznie łatwiejszy dostęp do zwiększonego zasobu informacji związanych z walnym zgromadzeniem i jego organizacją, a także umożliwiających bardziej aktywne uczestnictwo w zgromadzeniu oraz kształtowanie jego przebiegu. „W świetle nowych przepisów (...) strona WWW spółki publicznej ma pełnić rolę zasadniczego środka przekazu informacji w relacji spółka–akcjonariusze” (Sołtysiński i in. 2010: 240). To założenie przyświecało autorom projektu nowelizacji kodeksu spółek handlowych, a jego implikacje przedstawione są poniżej.

Zgodnie z powyższą zasadą wszystkie informacje dotyczące organizacji walnego zgromadzenia oraz jego przebiegu nie tylko muszą być niezwłocznie umieszczane na stronie internetowej spółki, lecz także muszą się tam znajdować nieprzerwanie przez cały okres ich potencjalnej użyteczności. W szczególności ogłoszenie o walnym zgromadzeniu oraz pełna jego dokumentacja powinny być dostępne na stronie internetowej od dnia ogłoszenia walnego zgromadzenia, aż do dnia zgromadzenia. Natomiast po zakończeniu walnego zgromadzenia spółka zamieszcza tam wszystkie podjęte uchwały wraz ze szczegółowymi wynikami głosowań, które powinny być dostępne co najmniej do dnia upływu terminu do zaskarżenia uchwały. W ten sposób akcjonariusze mają zapewniony powszechny i nieprzerwany dostęp do wszystkich istotnych informacji, co w sposób oczywisty ułatwia ich aktywne uczestnictwo w życiu spółki publicznej.

Ogłoszenie o walnym zgromadzeniu (także później wyniki głosowań) spółki publiczne przekazują niezwłocznie (jako tzw. raporty bieżące) do co najmniej jednej agencji informacyjnej wskazanej przez Komisję Nadzoru Finansowego, dzięki czemu informacja dociera do inwestorów przez media, nawet jeżeli sami nie śledzą na bieżąco stron internetowych „swoich” spółek. Równocześnie został zniesiony obowiązek zamieszczania tych ogłoszeń w, i tak w praktyce niedostępnym dla licznej rzeszy akcjonariuszy, „Monitorze Sądowym i Gospodarczym”. Ogłoszenie o zgromadzeniu zawiera komplet informacji organizacyjnych, włącznie z planowanym porządkiem obrad oraz informacjami o uprawnieniach akcjonariuszy i warunkach, jakie powinni spełnić, jeżeli zamierzają uczestniczyć w walnym zgromadzeniu. Natomiast na stronie internetowej dodatkowo zamieszczane są projekty wszystkich uchwał (lub uwagi zarządu lub rady nadzorczej spółki, jeżeli w danym punkcie nie przewiduje się podjęcia uchwały). Regulacja ta w dużej mierze ogranicza możliwość wprowadzania „blankietowych” punktów do porządku obrad, z których nie zawsze wynikało, czego tak naprawdę mają dotyczyć. Dzięki temu akcjonariusze mogą się wcześniej przygotować do w pełni świadomego uczestnictwa w spotkaniu, w czasie którego podejmowane są najistotniejsze decyzje dotyczące funkcjonowania spółki.

Akcjonariusze uzyskali ponadto środki do jeszcze bardziej aktywnego uczestniczenia w przygotowaniu walnego zgromadzenia, mogą bowiem zgłaszać zarządowi propozycje uzupełnienia

porządku obrad oraz własne projekty uchwał, a zarząd jest obowiązany (jeżeli zostaną zgłoszone w odpowiednim terminie) uwzględnić je i niezwłocznie umieścić na stronie internetowej. W ten sposób stworzony został mechanizm szybkiego i powszechnego udostępniania tych propozycji szerokiemu gronu zainteresowanych. Na stronie internetowej można również zamieszczać odpowiedzi na najczęściej zadawane pytania (tzw. FAQ – ang. *frequently asked questions*). Wszystko to powoduje, że strona internetowa staje się podstawowym medium komunikacyjnym spółki publicznej.

Akcjonariusze mogą też aktywnie uczestniczyć w samym walnym zgromadzeniu – osobiście, lecz również przez pełnomocnika. Nowe przepisy jednoznacznie bowiem rozstrzygają, że pełnomocnik wykonuje na walnym zgromadzeniu wszystkie uprawnienia akcjonariusza, i tylko on sam może ograniczyć swobodę działania pełnomocnika przez określenie zakresu pełnomocnictwa lub wydanie stosownych instrukcji do głosowania.

Przedstawione wyżej mechanizmy aktywizacji akcjonariuszy są obligatoryjne wobec wszystkich spółek publicznych. Jednak za dyrektywą wprowadzono do kodeksu spółek handlowych wiele innych metod, z których można korzystać opcjonalnie, a – co najważniejsze – państwo nie może ograniczać zakresu ich stosowania. Tylko sama spółka decyduje, czy i w jakim zakresie wykorzysta możliwości zdalnego uczestnictwa akcjonariuszy w jej życiu, począwszy od tradycyjnej (lecz w Polsce mało rozpowszechnionej) metody głosowania korespondencyjnego, a skończywszy na tak nowoczesnych metodach komunikacji elektronicznej, jak internetowe zgromadzenie, z możliwością aktywnego w nim uczestnictwa przez udział w dyskusji i głosowaniach. Dla porządku trzeba jeszcze nadmienić, że organizacja w pełni wirtualnego walnego zgromadzenia nie została na razie dopuszczona (Grabowski 2008: 492–493; Romanowski, Opalski 2009: 10–11; Sołtysiński i in. 2010: 324–325).

4 | Rola giełd w kształtowaniu ładu korporacyjnego

Christoph Teichmann (2006: 45) wskazuje, że „mechanizmem regulacyjnym alternatywnym wobec norm prawnych są dzisiaj kodeksy *corporate governance*, występujące na całym świecie”. Są one przyjmowane mniej lub bardziej dobrowolnie przez spółki, nie tylko publiczne. Idealny stan to harmonijne „wzajemne przenikanie się prawa stanowionego, narzucanego niejako z zewnątrz, z zasadami tworzonymi od wewnątrz przez samych uczestników rynku kapitałowego” (Grabowski 2006a: 57). Najbardziej znany na świecie, stanowiący wzorzec dla wielu państw, jest zbiór zasad ładu korporacyjnego opracowany i przyjęty przez OECD. Polska jako członek wspomnianej organizacji również brała udział w pracach nad tym zbiorem, a także poddaje się okresowej ocenie stosowania zasad, przy czym ocena dokonywana jest nie dla pojedynczych spółek, lecz w skali całego państwa: „badane są nie tylko przepisy prawa i normy środowiskowe, lecz chyba najbardziej istotne jest, jak te przepisy i normy są stosowane” (Grabowski 2006a: 61).

W ubiegłym roku OECD Steering Group on Corporate Governance opracowała raport analizujący szczególnie rolę giełd w kształtowaniu zasad ładu korporacyjnego (OECD 2009). Do analizy wybrano dziesięć najbardziej reprezentatywnych giełd, ze względu na ich wielkość oraz

zróznicowanie. W tym gronie znalazła się również Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (dalej: GPW), m.in. ze względu na swój prymat w Europie Środkowej. Z raportu wynika, że w większości przypadków giełdy pełnią funkcję do pewnego stopnia pośredniczącą pomiędzy regulatorem a spółkami notowanymi na ich parkietach i tworzą – zwykle we współpracy z emitentami – własne, dostosowane do danego rynku zbiory zasad ładu korporacyjnego. Przy czym dominującą formą ich wdrażania jest metoda „stosuj lub wyjaśnij” (ang. *comply or explain*), która polega na tym, że notowane spółki są zobowiązane do złożenia deklaracji o stosowaniu zasad, a w przypadku niestosowania całego zbioru lub jego części muszą wyjaśnić takie odstępstwo. Na marginesie trzeba wspomnieć, że obecnie GPW stosuje swój własny wariant tej metody: przy braku deklaracji ze strony spółki zakłada się, że stosowane są wszystkie zasady, a w przeciwnym przypadku spółka jest zobowiązana do wyjaśnienia, której zasady nie stosuje i dlaczego.

Niektóre giełdy wprowadzają dodatkowe mechanizmy motywujące, dzięki tworzeniu prestiżowych rynków, na których notowane są wyłącznie akcje tych spółek, które deklarują pełne wdrożenie zasad ładu korporacyjnego. Raport wskazuje, że GPW wprowadziła jeszcze inny mechanizm promujący dobre praktyki i wraz z partnerami z całej Polski prowadzi warsztaty robocze oraz inne przedsięwzięcia edukacyjne, mające na celu zwiększenie świadomości znaczenia tych zasad wśród spółek i inwestorów. Giełdy prowadzą też wspólne przedsięwzięcia konsultacyjno-doradcze w skali globalnej oraz wspomagają kraje rozwijające się w krzewieniu ładu korporacyjnego, który – przez aktywizację akcjonariuszy – wspomaga zrównoważony rozwój rynków kapitałowych.

B i b l i o g r a f i a

Cejmer, M., Chruściński, M. (2006) Reforma statusu korporacyjnego akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym w Europie. W: Cejmer, M., Napierala, J., Sójka, T. (red.) *Europejskie prawo spółek*, t. III, *Corporate governance*. Kraków: Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., s. 165–245.

Drayer, J.S. (2005) Aktywizm inwestorów instytucjonalnych w systemie rynekocentrycznym. W: Lis, K.A., Stermiczuk, H. (red.) *Nadzór korporacyjny*. Kraków: Oficyna Ekonomiczna, s. 224–248.

Grabowski, K. (2006a) Ład korporacyjny in statu nascendi. *Przegląd Corporate Governance*, 4(8), s. 57–62.

Grabowski, K. (2006b) Współczesny rynek kapitałowy – nieustający proces zmian. *Przegląd Corporate Governance*, 2(6), s. 1–4.

Grabowski, K. (2007) Nowy model walnych zgromadzeń spółek publicznych w świetle Dyrektywy 2007/36/WE. *Przegląd Corporate Governance*, 3(11), s. 16–24.

Grabowski, K. (2008) Dyrektywa o niektórych prawach akcjonariuszy i jej konsekwencje dla spółek publicznych. *Czasopismo Kwartalne HUK*, 4(6), s. 481–550.

Horwath, O., Oplustil, K. (2008) Legitymacja akcjonariusza do udziału w walnym zgromadzeniu w świetle prawa polskiego i wspólnotowego. *Przegląd Prawa Handlowego*, 8(192), s. 16–23.

OECD (2007) *The role of private pools of capital in corporate governance: Summary and main findings. About the role of equity firms and "activist" hedge funds*. Dostępny na: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/27/38672168.pdf> (21.02.2010).

OECD (2008) *The role of private equity and activist hedge funds in corporate governance – related policy issues*. Dostępny na: <http://www.oecd.org/dataoecd/21/13/40037983.pdf> (21.02.2010).

OECD (2009) *The role of stock exchanges in corporate governance*. Dostępny na: <http://www.oecd.org/dataoecd/30/47/44368686.pdf> (21.02.2010).

Oplustil, K. (2008a) Dyrektywa 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy i jej wpływ na prawo polskie – cz. I. *Monitor Prawniczy*, 2, s. 63–70.

Oplustil, K. (2008b) Dyrektywa 2007/36/WE w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy i jej wpływ na prawo polskie – cz. II. *Monitor Prawniczy*, 3, s. 119–125.

Oplustil, K. (2008c) Analiza projektu ustawy implementującej dyrektywę 2007/36/WE w sprawie niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym. *Czasopismo Kwartalne HUK*, 3(5), s. 365–397.

Oplustil, K. (2009) Prawa akcjonariuszy mniejszościowych w związku ze zwolnieniem walnego zgromadzenia i uzupełnieniem porządku jego obrad – po nowelizacji KSH ustawą z 5.12.2008 r. *Monitor Prawniczy*, 6, s. 303–310.

Radwan, A., Nowak, K. (2008) e-Akcjonariusz, czyli jak Dyrektywa o prawach akcjonariuszy zmieni ład korporacyjny w Europie. *Rynek Kapitałowy*, 12, s. 84–86.

Rodek, M. (2007) Więcej praw dla akcjonariuszy, Dyrektywa 2007/36/WE i jej skutki dla polskiego prawa spółek. *Przegląd Corporate Governance*, 4(12), s. 18–27.

Romanowski, M., Opalski, A. (2009) Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym. *Monitor Prawniczy*, 7, Dodatek.

Softyskiński, S., Szajkowski, A., Szumański, A., Szwaja, J. (2010) *Kodeks spółek handlowych, Supplement do Tomów I-IV, Komentarz do nowelizacji*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

Teichmann, Ch. (2006) *Corporate governance – między prawem a rynkiem*. W: Cejmer, M., Napierala, J., Sójka, T. (red.) *Europejskie prawo spółek*. T. III, *Corporate governance*. Kraków: Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., s. 21–57.

Aktywizm inwestorów instytucjonalnych – dobra praktyka w Polsce?

Dr Agnieszka Słomka-Golebiowska | Szkoła Główna Handlowa |
Agnieszka.golebiowska@sgh.waw.pl

| Streszczenie

Wraz ze znaczącym wzrostem udziału inwestorów instytucjonalnych w strukturze właścicielskiej spółek giełdowych w wielu krajach zaczęli oni odgrywać istotną rolę w nadzorze korporacyjnym. Celem niniejszego opracowania jest sprawdzenie, czy aktywność inwestorów instytucjonalnych jest dobrą praktyką w Polsce. Na podstawie analizy dokumentów opisujących standardy nadzoru korporacyjnego wprowadzone w Polsce przez fundusze emerytalne i inwestycyjne można stwierdzić, że nie odbiegają one znacząco od standardów obowiązujących w krajach, gdzie ich aktywność jest największa. Można je uzupełnić o kilka ważnych zasad. Odnosi się to w szczególności do rozpowszechnienia innych niż wykonywanie prawa głosu na walnym zgromadzeniu form aktywności czy wyraźnym wypowiedzeniem się za wyborem niezależnych członków do rad nadzorczych. Zasadne jest również wprowadzenie obowiązku przygotowania i publikowania przez inwestorów instytucjonalnych raportu dotyczącego ich aktywności.

| Wstęp

Kryzys finansowy z lat 2007–2009 ukazał kilka ważnych zaniechań w obszarze nadzoru korporacyjnego. Zalicza się do nich system wynagradzania kadry zarządzającej w instytucjach finansowych czy słabą pozycję rad nadzorczych, której towarzyszyła niedostateczna aktywność ważniejszej grupy akcjonariuszy – inwestorów instytucjonalnych. Reforma nadzoru korporacyj-

nego powinna zapewnić inwestorom instytucjonalnym silniejsze niż dotychczas bodźce do zaangażowania się w monitorowanie kadry zarządzającej spółek portfelowych (OECD 2009).

Inwestorzy instytucjonalni stali się znaczącymi uczestnikami rynku finansowego, a w efekcie nadzoru korporacyjnego w związku z reformą systemów emerytalnych oraz nasileniem się procesów prywatyzacyjnych w wielu krajach. Wzrost ich udziału w strukturze właścicielskiej spółek giełdowych obserwuje się od kilkudziesięciu lat. Na początku lat 90. XX. wieku 76% akcji spółek notowanych na giełdzie w Stanach Zjednoczonych była w rękach inwestorów instytucjonalnych, 60% we Francji, a 39% w Niemczech. W latach 1990–1995 aktywa zarządzane przez nich wzrosły o 50% (Gillan, Starks 2002: 2). Podobnie w Polsce można obserwować systematyczny wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych. W latach 1995–2005 Polska odnotowała największy spośród krajów OECD wzrost udziału aktywów będących w ich posiadaniu w odniesieniu do PKB – 36% (OECD 2008). W roku 2002 po raz pierwszy na warszawskiej giełdzie udział inwestorów instytucjonalnych w obrocie akcjami był wyższy niż inwestorów indywidualnych i zagranicznych (odpowiednio: 36, 29 i 35%). W grupie krajowych inwestorów instytucjonalnych największą rolę odgrywają fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne, które posiadały w roku 2009 odpowiednio 41 i 18% udziałów w obrotach akcjami (GPW 2010).

Na podstawie dotychczas przeprowadzonych badań empirycznych można stwierdzić, że aktywność inwestorów instytucjonalnych tworzy wartość dodaną. Przyczynia się do poprawy nadzoru korporacyjnego, a w efekcie do lepszych wyników spółek wchodzących w skład ich portfela. Analizy empiryczne potwierdzają, że rola inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym wzrasta w spółkach, które osiągają gorsze wyniki ekonomiczne, a w których mają znaczne udziały (Karpoff i in. 1996) oraz w spółkach, których struktura nadzoru korporacyjnego jest słaba (Akyul, Carroll 2006). Z dotychczas przeprowadzonych badań wynika również, że ich aktywność istotnie wzrosła w ostatnich latach, po skandalach z udziałem m.in. takich spółek, jak Enron czy WorldCom (Klein, Zur 2006; Renneboob, Szilagyi 2008).

Wśród przeprowadzonych badań najliczniej reprezentowany jest nurt analizujący wpływ aktywności inwestorów instytucjonalnych na wyniki spółki mierzone głównie zmianą kursu akcji. Ich rezultaty pokazują, że występuje ponadprzeciętny wzrost kursu akcji w krótkim okresie wokół daty upublicznienia informacji o aktywności inwestorów instytucjonalnych (Black 1998; Gillan, Starks 1998; Karpoff 2001). Wiele uwagi poświęca się sprawdzeniu, czy aktywny monitoring inwestorów instytucjonalnych ma wpływ na stopień powiązania wynagrodzenia kadry zarządzającej z wynikami spółki (Hartzell, Starks 2003; Almazan i in. 2005; Smith, Swan 2008).

Celem niniejszego opracowania jest sprawdzenie, czy aktywność inwestorów instytucjonalnych w obszarze nadzoru korporacyjnego jest dobrą praktyką w Polsce. Rozpoczyna się ono od wyjaśnienia pojęcia aktywizmu inwestorów instytucjonalnych. W drugim punkcie pokazano formy, jakie ich aktywność w obszarze nadzoru korporacyjnego może przyjmować. Kolejny punkt prezentuje doświadczenia niektórych krajów, w których inwestorzy instytucjonalni są najbardziej aktywni. Następnie przeanalizowano zasady nadzoru korporacyjnego, jakimi kierują się inwestorzy instytucjonalni w Polsce, opierając się na informacjach podawanych na stronach

internetowych funduszy emerytalnych i inwestycyjnych oraz izb ich zrzeszających. Opracowanie kończą wnioski.

1 | Aktywizm inwestorów instytucjonalnych

Inwestorzy instytucjonalni mają wpływ na działania kadry zarządzającej spółek dzięki posiadanym udziałom. Jeśli korzystają ze swoich praw właścicielskich i angażują się w nadzór korporacyjny, aby zachęcić menedżerów spółek portfelowych do działań zwiększających wartość dla akcjonariuszy, to określa się ich mianem aktywnych. Tych, którzy niezadowoleni z wyników spółek sprzedają ich akcje postrzega się jako nieaktywnych.

Brak aktywności inwestorów instytucjonalnych w zakresie nadzoru korporacyjnego może wynikać z faktu, że takie podmioty jak fundusze emerytalne czy inwestycyjne same są zarządzane przez menedżerów, którzy potrzebują nadzoru korporacyjnego. Zaangażowanie się inwestorów instytucjonalnych w kontrolę nad spółką oznacza, że grupę agentów (kadrę menedżerską spółki) nadzoruje inna grupa agentów (menedżerowie zarządzający aktywami inwestorów instytucjonalnych). Ci ostatni mają niedostateczne bodźce do nadzorowania tych pierwszych, ponieważ otrzymują niewielką część korzyści wypracowanych dzięki nadzorowi korporacyjnemu. Ponadto, obawiają się, że z ich starań skorzystają inni (problem jazdy na gapę). Na ogół jednak muszą ze sobą współpracować, aby ich wpływ na kadrę zarządzającą spółki był istotny. A to jest kosztowne. Wreszcie, inwestorzy instytucjonalni przedkładają możliwość szybkiego upłynnienia aktywów nad kontrolę nad nimi z powodu prawdopodobnych procesów sądowych z kadrą zarządzającą spółki w ramach działań odwetowych. Artykułowane pod ich adresem oskarżenia byłyby nagłaśniane w mediach, co przyczyniłoby się do naruszenia ich reputacji. Osoby zarządzające funduszami unikają wszelkich sytuacji, które mogłyby je narazić na zarzut niewywiązywania się z obowiązku należytego reprezentowania interesów ich klientów.

Badania empiryczne pokazują, że zaangażowanie w nadzór korporacyjny zależy od typu inwestora instytucjonalnego (Borokhovich i in. 2000). Wyróżnia się dwa jego typy: utrzymujący relacje biznesowe ze spółkami z portfela oraz nieposiadający ze spółkami innych powiązań niż kapitałowe. Do pierwszej grupy zalicza się banki, firmy ubezpieczeniowe oraz pracownicze fundusze emerytalne. Ze względu na obecne lub potencjalne relacje biznesowe ze spółkami z portfela postrzegane są one jako wrażliwe na naciski kadry zarządzającej spółek portfelowych. Nie angażują się w nadzór korporacyjny, aby nie zaprzepaścić możliwości realizacji kontraktów biznesowych. Do drugiej grupy należą fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne, które nie stoją wobec konfliktu interesów i dlatego są bardziej aktywne w nadzorowaniu spółek portfelowych. Z badań empirycznych wynika, że fundusze emerytalne są najbardziej aktywnymi inwestorami instytucjonalnymi ze względu na długi horyzont inwestycyjny (Hartzell, Starks 2003). Zdaniem Marca Bechta i in. (2006) aktywizm funduszy emerytalnych jest obecnie motywowany ekonomią skali. Ponadto, kryzys finansowy 2007–2009 znacząco uderzył w ich beneficjentów, co wytworzyło silną presję społeczną do zwiększenia ich zaangażowania w nadzór nad spółkami portfelowymi.

Aktywność inwestorów może wzrosnąć wskutek wprowadzenia odpowiednich zmian prawnych. Mogą one mieć dwa kierunki. Z jednej strony, nowe przepisy mogą sprawić, że opcja wyjścia, czyli sprzedaż akcji spółki z portfela, jest trudniejsza. Dokonuje się tego na przykład przez wzrost podatku od transakcji giełdowych. Może to wpłynąć na większe zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych w nadzór korporacyjny, ale kosztem całej społeczności inwestorów, zwłaszcza drobnych, którzy i tak nie mogą monitorować kadry zarządzającej. Z drugiej strony, zmiany regulacji mogą przyczynić się do obniżenia kosztów wykonywania głosu na walnym zgromadzeniu. W tym kierunku poszły zmiany KSH wprowadzone w życie w 2009 roku w ramach dostosowania polskiego prawa do Dyrektywy 2007/36/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11 lipca 2007 roku w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym. Zawierają one wiele rozwiązań ułatwiających akcjonariuszom, zwłaszcza mniejszościowym, udział w głosowaniu na walnym zgromadzeniu m.in. korzystanie z elektronicznych środków komunikacji, zakaz blokowania akcji i wprowadzenie dnia rejestracji uczestnictwa w walnym zgromadzeniu czy zmniejszenie formalnych regulacji odnośnie wyboru pełnomocników (zob. Romanowski, Opalski 2009).

Analizy empiryczne potwierdzają, że za brak bodźców do nadzorowania przez inwestorów instytucjonalnych działań kadry zarządzającej spółek portfelowych odpowiadają ramy prawne funkcjonujące w danym kraju i ich ewolucja na przestrzeni kilkudziesięciu lat (Coffee, Black 1994). W Stanach Zjednoczonych przepisy prawne wprowadzane od kryzysu finansowego z lat 30. XX wieku przyczyniły się do istotnego ograniczenia aktywności inwestorów instytucjonalnych. W efekcie, przedkładali oni utrzymywanie płynności aktywów nad kontrolę nad nimi. Dopiero od lat 80. XX wieku aktywność inwestorów instytucjonalnych wzrosła wraz ze zmianą stanowiska agencji rządowych odnośnie ich zaangażowania w strukturę właścicielską spółek i nadzór nad nimi. Początkowo najczęściej wykorzystywaną formą aktywności było korzystanie z normy 14a-8 wprowadzonej w 1984 roku do Ustawy o Giełdzie Papierów Wartościowych z 1934 roku (*Securities Exchange Act*). Umożliwia ona akcjonariuszom przedkładanie propozycji uchwał pod dyskusję i głosowanie na walnym zgromadzeniu jako załącznik do corocznego raportu (ang. *proxy statement*), zawierającego szczegółowe informacje na temat wynagrodzeń pobieranych przez dyrektorów pracujących w spółce. Dzięki upowszechnieniu się tej formy aktywności coraz więcej inwestorów instytucjonalnych korzysta z prawa głosu, aby poprze uchwałę wystosowaną przez akcjonariuszy. Ze względu na możliwość udzielenia pełnomocnictwa do głosowania aktywni inwestorzy pozyskują je publicznie (ang. *proxy fight*, *proxy contest*). W efekcie, mogą uzyskać istotny wpływ na decyzje zapadające na walnym zgromadzeniu. Ta forma stała się jeszcze bardziej popularna po decyzji amerykańskiej komisji papierów wartościowych i giełd (SEC) z 1992 roku, na mocy której akcjonariusze zyskali prawo komunikowania się ze sobą bez konieczności uzyskania wcześniejszej zgody komisji. Ponadto, od roku 1994 Departament Pracy zachęca fundusze emerytalne do aktywnego nadzorowania wyższej kadry zarządzającej spółek portfelowych, jeśli takie działanie może przyczynić się do wzrostu wartości ich pakietu akcji (Gillan, Starks 2000). Zobowiązał również prywatne fundusze emerytalne do uczestnictwa w głosowaniach na walnym zgromadzeniu i monitoruje stosowanie się do tego przepisu za pośrednictwem specjalnej agencji ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*). Uregulowaniom tym nie podlegają publiczne fundusze emerytalne, jak np. CalPERS czy NYCERS. Mimo

to uczestniczą w walnych zgromadzeniach spółek z ich portfela zgodnie z własnymi zasadami głosowania udostępnianymi publicznie (Mallin 2006: 86).

Oprócz ram prawnych szczególnie ważna jest również zależność pomiędzy aktywnością inwestorów instytucjonalnych a innymi mechanizmami nadzoru korporacyjnego, w szczególności pozycją rad nadzorczych czy występowaniem akcjonariusza większościowego. Potencjał dla aktywności inwestorów instytucjonalnych istnieje wtedy, gdy postrzegają oni radę nadzorczą jako nieskuteczną. Innymi słowy, ich aktywność rośnie, jeśli koszty agencji są wysokie. W krajach, w których struktura własności spółek jest rozdrobniona, jak w Stanach Zjednoczonych czy w Wielkiej Brytanii, inwestorzy instytucjonalni posiadają największe pakiety akcji i dzięki temu, że angażują się w nadzór korporacyjny mogą efektywnie dyscyplinować kadrę zarządzającą spółek. W krajach o skoncentrowanej strukturze własności są oni najczęściej najbardziej wpływowymi akcjonariuszami mniejszościowymi. Ich aktywność skierowana jest na rozwiązanie kluczowego problemu konfliktu pomiędzy inwestorem większościowym a mniejszościowym (Oehl 2000; Koładkiewicz 2003).

Istotnym argumentem za zaangażowaniem się inwestorów instytucjonalnych w nadzór nad spółkami portfelowymi jest niższy niż dla innych akcjonariuszy koszt pozyskania informacji o działaniach kadry zarządzającej. Posiadając udziały w wielu podmiotach, mogą korzystać z efektów skali. Stały element kosztów nadzorowania rozkłada się na wiele spółek. Poza tym posiadanie inwestora instytucjonalnego w strukturze właścicielskiej generuje dodatkowe korzyści. Rośnie zainteresowanie analityków rynku kapitałowego spółkami, które pozyskały do swojej struktury właścicielskiej inwestora instytucjonalnego (O'Brien, Bushan 1990).

2 | Formy aktywności inwestorów instytucjonalnych

W literaturze wymienia się wiele form aktywności inwestorów instytucjonalnych zarówno bezpośrednich, jak i pośrednich. Bezpośrednie obejmują: głosowanie na walnym zgromadzeniu, czarne listy opracowywane przez inwestorów instytucjonalnych (ang. *focus lists*) oraz spotkania i negocjacje z kadrą zarządzającą spółkami portfelowymi. Pośrednia forma aktywności inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym polega na zapewnieniu udziału w pracach rady nadzorczej niezależnym członkom, dbającym o interesy spółki i wszystkich akcjonariuszy.

Prawo do głosowania jest podstawowym przywilejem wynikającym z posiadania akcji spółki i fundamentalnym elementem kontroli nad nią. Część akcjonariuszy bierze bezpośredni udział w głosowaniach, część głosuje za pośrednictwem pełnomocnika. Udział w walnym zgromadzeniu wiąże się jeszcze z innymi możliwościami nadzoru korporacyjnego, jak np.: zadawanie pytań i prezentowanie własnych uchwał.

W ostatnich latach inwestorzy instytucjonalni coraz częściej korzystają z prawa do głosowania na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych. Najbardziej aktywni są inwestorzy w Stanach Zjednoczonych. Udział głosów reprezentowanych przez inwestorów instytucjonalnych

na walnym zgromadzeniu spółek giełdowych już w latach 90. sięgał 70–80% (Bethel, Gillan 2002). W Wielkiej Brytanii byli oni mniej aktywni niż w Stanach Zjednoczonych, mimo że ich udział w kapitale akcyjnym spółek notowanych na giełdzie wynosił w latach 90. od 65 do 80%. Tymczasem udział głosów na walnym zgromadzeniu osiągnął próg około 52% (Gillan, Starks 2002: 12). W ostatnich latach wskutek poprawy procedur głosowania na walnych zgromadzeniach, w szczególności wprowadzenia jego elektronicznej formy oraz usprawnienia procesu nadzoru nad oddanymi głosami, akcjonariusze częściej korzystają z prawa głosu. Udział głosów reprezentowanych na walnym zgromadzeniu spółek giełdowych wzrósł z 39% w roku 1996 do 60% w roku 2006 (Santella i in. 2008: 11). W Europie akcjonariusze przeciętnie rzadziej niż w Stanach Zjednoczonych wykonują prawo głosu, mimo że w niektórych krajach europejskich m.in. w Polsce, Wielkiej Brytanii, Francji, oraz we Włoszech mają większy wpływ za pośrednictwem swoich głosowań na takie kwestie, jak: dystrybucja zysku, zmiany statutu spółki, akceptacja fuzji czy sprzedaż aktywów trwałych. W Stanach Zjednoczonych takie decyzje są inicjowane przez radę dyrektorów i nie są głosowane na walnym zgromadzeniu.

Za niski udział akcjonariuszy w głosowaniach na walnym zgromadzeniu odpowiadają ograniczenia prawne w procedurach głosowania przez pełnomocnika, obecność inwestorów strategicznych czy potencjalny konflikt interesów. Ten ostatni czynnik jest szczególnie istotny w krajach, w których fundusze inwestycyjne są kontrolowane przez banki lub ubezpieczycieli. Na przykład we Włoszech ich udział w rynku stanowi 85% (Santella i in. 2008: 21). Podobnie w Polsce fundusze emerytalne i inwestycyjne są w dużej mierze kontrolowane przez banki lub towarzystwa ubezpieczeniowe.

Z badań przeprowadzonych w 2001 roku przez ICGN wynika, że inwestorzy instytucjonalni podejmują starania, aby uczestniczyć w głosowaniach na walnych zgromadzeniach. Największymi przeszkodami są dla nich za krótki okres poinformowania o porządku obrad, niedostateczne informacje dotyczące poszczególnych punktów będących przedmiotem dyskusji, dostarczanie informacji w obcym języku, obowiązek blokowania akcji czy deponowania akcji, a także brak możliwości głosowania zdalnego za pośrednictwem internetu lub poczty oraz przepisy nakładające ograniczenia możliwości wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu (ang. *voting caps*). Wedle analiz powszechną praktyką inwestorów instytucjonalnych jest rezygnacja z udziału w głosowaniach w krajach, gdzie obowiązuje blokowanie akcji. Dotyczy to w szczególności zagranicznych inwestorów instytucjonalnych (Santella i in. 2008: 9–10).

Kolejną formą aktywności jest opracowywanie i publikowanie przez inwestorów instytucjonalnych czarnych list, na których znajdują się spółki osiągające słabe wyniki ekonomiczne czy mające problemy z nadzorem korporacyjnym. Towarzyszący im szum medialny przyczynia się do spadku kursów akcji, co dyscyplinuje kadrę zarządzającą do większych wysiłków na rzecz maksymalizacji wartości spółki dla akcjonariuszy, a nawet może być bodźcem do zmiany składu rady dyrektorów czy zarządu (Pinto 2006: 16). Zwykle na czarnych listach wymieniane są spółki, których wyniki są niższe od indeksów publikowanych przez takie instytucje, jak Standard and Poor's, a które nie odpowiadają na zapytania inwestorów instytucjonalnych lub nie biorą pod uwagę ich rekomendacji. Za przykład może posłużyć kalifornijski fundusz emerytalny CalPERS, który na podstawie

corocznych wyników finansowych oraz analiz praktyk nadzoru korporacyjnego z około 1200 spółek ze swojego portfela tworzy listę 20–25 podmiotów. Przedstawiciele funduszu kontaktują się z radą dyrektorów, aby wspólnie poprawić sytuację spółki. W wyniku tych działań część podmiotów wprowadza niezbędne zmiany, a pozostałe (5–10) trafiają na czarną listę, która jest ogólnie dostępna. Mimo umieszczenia ich na liście, CalPERS jeszcze bardziej angażuje się w ich nadzorowanie i współpracę z kadrą zarządzającą w celu poprawy ich sytuacji ekonomicznej.

W ostatnich latach stały się popularne formalne i nieformalne kontakty inwestorów instytucjonalnych z członkami kadry zarządzającej spółek portfelowych. W Wielkiej Brytanii zwyczajowo organizuje się, przynajmniej raz w roku, spotkania, na które zapraszanych jest około 30 największych akcjonariuszy i 10 najlepszych brokerów. Dotyczą one najważniejszych spraw spółki, takich jak: strategia, sposoby osiągania celów strategicznych, jakość pracy kadry zarządzającej, struktura kapitału, polityka wypłacania dywidend oraz przejęcia. Po spotkaniu dobrą praktyką jest upewnienie się w rozmowie telefonicznej, że wszystkie najważniejsze sprawy zostały poruszone. Radzie dyrektorów zależy, aby inwestorzy instytucjonalni, którzy należą do największych akcjonariuszy spółek brytyjskich mieli poczucie zrozumienia sytuacji biznesowej spółki i jej strategii (Mallin 2006: 83). Zdarza się, że najwięksi spośród nich, jak np. brytyjski Hermes, wysyłają listy do swoich spółek ze swoimi opiniami na temat raportu rocznego. Innym przykładem jest kalifornijski fundusz emerytalny CalPERS, który, podobnie jak Hermes, angażuje się w pracę z radą dyrektorów wybranych spółek ze swojego portfela, w celu poprawy stosowanych przez nie praktyk nadzoru korporacyjnego. Wiele przejawów aktywności inwestorów instytucjonalnych, zwłaszcza kontakty nieformalne, może być trudna do zbadania, gdyż odbywa się za zamkniętymi drzwiami.

Inwestorzy instytucjonalni, którzy posiadają znaczący pakiet mniejszościowy lub którzy skoordynowali swoje działania przez głosowanie grupami, mogą delegować własnych przedstawicieli do rady spółki. Z obawy o zarzut obrotu akcjami przez osoby, które wiedzą więcej niż pozostali inwestorzy (ang. *insider trading*) i konfliktu interesów powinni domagać się powołania do jej składu niezależnych członków (Gilson, Kraakman 1991). Dowody empiryczne pokazują, że w spółkach, których rady dyrektorów składają się w większości z niezależnych członków, zwolnienia CEO z powodu odnotowywania przez nie słabych wyników ekonomicznych są bardziej prawdopodobne (Weisbach 1987). Z analiz empirycznych wynika również, że dzięki działaniom inwestorów instytucjonalnych w radach dyrektorów znalazło się więcej członków niezależnych oraz więcej komitetów rady zaczęło funkcjonować (Schellhardt 1991). Rady, w których przewagę mają niezależni członkowie, są bardziej sceptyczne wobec podejmowania kosztownych przejęć (Black 1992). Późniejsze analizy, prowadzone w roku 2004 przez *Institutional Shareholder Services*, potwierdzają, że inwestorzy instytucjonalni są aktywni w zakresie rozwiązań niedopuszczających do przejęć.

3 | Dobre praktyki inwestorów instytucjonalnych

Z aktywnością inwestorów instytucjonalnych wiązano nadzieje od bardzo dawna. W pierwszym dokumencie dobrych praktyk opracowanym w Wielkiej Brytanii – w raporcie Cadbury’ego (1992)

postrzegano ich jako grupę, na której spoczywa największa odpowiedzialność za dostosowanie się do zasad nadzoru korporacyjnego. Podobne stanowisko reprezentował raport Greenbury'ego (1995), który podkreślał, że inwestorzy instytucjonalni powinni wykorzystać swoją siłę i wpływy, aby zapewnić wdrożenie dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego w spółkach z ich portfela. Następnie w raporcie Hampelego (1998) stwierdzono, że pozycja i rola akcjonariuszy w nadzorze korporacyjnym jest w dużej mierze zależna od działań inwestorów instytucjonalnych. Jeden z kolejnych raportów (Raport Mynersa 2004) wyraził oczekiwanie, by inwestorzy instytucjonalni bardziej angażowali się w monitorowanie spółek z ich portfela, zwłaszcza tych, które osiągają słabe wyniki ekonomiczne. Wreszcie, w najnowszych dobrych praktykach z roku 2003 (*Combined Code*) zachęca się ich do różnych form aktywności. Jedną z zasad głosi, że inwestorzy instytucjonalni powinni nawiązywać dialog ze spółkami, aby lepiej rozumieć ich cele biznesowe. Ponadto, powinni przyłożyć odpowiednią wagę do oceny praktyk nadzoru korporacyjnego spółki, zwłaszcza do oceny struktury i składu rady dyrektorów.

Aktywność inwestorów instytucjonalnych postrzegana jest jako dobra praktyka nadzoru korporacyjnego w dokumentach opracowanych przez organizacje międzynarodowe. OECD rekomenduje w dokumencie pt. *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD* z roku 2004 wprowadzenie ułatwień dotyczących wykonywania praw własności wszystkim akcjonariuszom, w tym również inwestorom instytucjonalnym. W odniesieniu do tej ostatniej grupy formułuje dodatkowe zalecenia. Zgodnie z zasadą F z sekcji II inwestorzy instytucjonalni, działający jako instytucje zaufania publicznego, powinni ujawniać stosowane przez siebie zasady nadzoru korporacyjnego i procedury głosowania związane z ich inwestycjami, w tym procedury służące do podejmowania decyzji o tym, w jaki sposób wykonują oni swoje prawa wynikające z posiadania akcji. Dodatkowo, powinni ujawniać, w jaki sposób rozwiązują istotne konflikty interesów, które mogą mieć wpływ na wykonywanie kluczowych praw własności dotyczących ich inwestycji. W punkcie G sekcji II stwierdza się, że powinni mieć prawo do przeprowadzania między sobą konsultacji w kwestiach związanych z ich podstawowymi prawami. Zachęca się do współpracy i porozumiewania się ze sobą w zakresie nominowania i wyboru członków rady bez konieczności przestrzegania formalności związanych z gromadzeniem poparcia innych akcjonariuszy dla proponowanych przez siebie uchwał.

Znaczący inwestorzy instytucjonalni, jakimi są fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i towarzystwa ubezpieczeniowe, należą do organizacji reprezentujących ich poglądy również na kwestie nadzoru korporacyjnego. W Wielkiej Brytanii izby zrzeszające m.in.: ubezpieczyli (*Association of British Insurers – ABI*) oraz fundusze emerytalne (*National Association of Pension Funds – NAPF*) opracowały własne standardy nadzoru korporacyjnego oparte na dobrych praktykach (*Combine Code*). Prowadzą one samodzielne badania i analizy oraz przygotowują ekspertyzy z zakresu nadzoru korporacyjnego. Inwestorzy instytucjonalni w Wielkiej Brytanii mogą się do nich zwracać z prośbą o opinię, czy dana spółka stosuje dobre praktyki nadzoru korporacyjnego.

Rekomenduje się, aby najwięksi inwestorzy instytucjonalni – ze względu na wielkość i skalę działania – opracowali własne zasady nadzoru korporacyjnego. Posiada je brytyjski fundusz Hermes, który odwołuje się w nich do otwartego i ciągłego dialogu pomiędzy spółką a jej akcjonariuszami.

Wskazuje ponadto, że to rada dyrektorów spółki jest odpowiedzialna za umożliwianie satysfakcjonującego dialogu z akcjonariuszami. Część inwestorów instytucjonalnych nie tworzy odrębnych dokumentów, ale odnosi się do kwestii kontroli nad spółkami portfelowymi w już istniejących dokumentach korporacyjnych, opierając się na obowiązujących w danym kraju dobrych praktykach nadzoru korporacyjnego oraz rekomendacjach opracowanych przez Izby.

Niektórzy inwestorzy instytucjonalni lub izby ich zrzeszające korzystają z porad niezależnych ekspertów, koordynujących inicjatywy związane problematyką nadzoru korporacyjnego. Do najbardziej opiniotwórczych i liczących się na świecie organizacji należą Council of Institutional Investors, Investor Responsibility Research Center oraz Institutional Shareholder Services. Doradzają one, co do sposobu głosowania na walnych zgromadzeniach spółek, przygotowują ekspertyzy na zleczone tematy, nagłaśniają problematykę nadzoru korporacyjnego i sponsorują badania z tego zakresu. W ostatnich latach zajęły się również tworzeniem list kandydatów na niezależnych członków do rad oraz opracowaniem kryteriów oceny ich działalności. Z ich wytycznych wynika, że inwestorzy instytucjonalni powinni być aktywniejsi podczas określenia polityki wynagradzania kadry zarządzającej spółek. Powinni naciskać na ściślejszą zależność pomiędzy wynagrodzeniami a wynikami spółki tak, aby uwypuklić rolę członków kadry zarządzającej, a nie wynagradzać ich za poziom rozwoju rynku czy branżowy trend.

W Wielkiej Brytanii obie izby zrzeszające fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe (NAPF oraz ABI) należą do Institutional Shareholders' Committee (ISC). Ten wiodący ekspercki instytut wskazał w dokumencie opublikowanym w 2002 roku, a następnie zaktualizowanym w roku 2007, istotę polityki aktywności inwestorów instytucjonalnych. Nie polega ona na angażowaniu się we wszystkie sprawy spółki, ale na zapewnieniu, że odpowiednie procedury umożliwiające inwestorom uzyskanie zwrotu z ich inwestycji będą wdrożone. Nie wyklucza ona sprzedaży akcji spółki w sytuacjach, gdy jest to najbardziej efektywne wyjście. Zachęca jednak do korzystania z prawa głosu.

ISC rekomenduje inwestorom instytucjonalnym opracowanie jasnego stanowiska w zakresie polityki aktywności. Powinna ona być ujawniona i odnosić się do takich aspektów: spółki z portfela będą monitorowane, obowiązku dostosowania się do dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego, konfliktu interesów, organizacji spotkań z kadrą zarządzającą i jej poszczególnymi członkami, informacji, kiedy i w jaki sposób będą podejmowane inne działania oraz polityki głosowania na walnych zgromadzeniach. ISC nie zaleca jednej właściwej formy ujawniania sposobu głosowania, a raczej uzależnia to od okoliczności. W sytuacji skomplikowanych procedur głosowania jest prawdopodobne, że inwestor będzie zainteresowany upublicznieniem nie tylko wykazu głosowań, lecz także instrukcji do głosowania. Najbardziej efektywne pod względem kosztów jest korzystanie z własnych stron internetowych, do których dostęp mogą mieć wszyscy zainteresowani.

Opracowanie i ujawnienie polityki głosowania przez inwestorów instytucjonalnych na walnych zgromadzeniach jest szeroko zalecaną dobrą praktyką nadzoru korporacyjnego. Z badań przeprowadzonych przez NAPF w 2007 roku wynika, że duże fundusze emerytalne w krajach

wysokorozwiniętych, m.in. w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii i w niektórych krajach Unii Europejskiej, uczestniczą w walnych zgromadzeniach, ale również ujawniają sposób głosowania zgodnie z opracowaną i udostępnioną publicznie polityką. Jedna trzecia ankietowanych funduszy podawała do publicznej informacji, w jaki sposób głosowała poszczególne punkty obrad walnego zgromadzenia. Z analiz przedstawionych przez ISC wynika, że w roku 2007 w Wielkiej Brytanii sposób głosowania był dobrowolnie ujawniony dla 53% akcji będących w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych. Obejmowało to 16 największych funduszy. Dla porównania w roku 2002 praktykę tę stosowały jedynie dwa fundusze. W Stanach Zjednoczonych od roku 2003 inwestorzy instytucjonalni zgodnie z regulacjami SEC muszą ujawniać politykę głosowania na walnym zgromadzeniu, a także sposób głosowania.

Wiele niezależnych organizacji eksperckich zaleca inwestorom instytucjonalnym regularne monitorowanie wyników spółek. Obejmuje to analizę raportów rocznych i okresowych, uchwał i memorandumów oraz udział w walnych zgromadzeniach. Inwestorzy instytucjonalni powinni dbać, by rada dyrektorów czy rada nadzorcza oraz jej komitety działały efektywnie. Szczególna uwaga powinna być skoncentrowana na niezależnych członkach rady poprzez analizę ich działań, zwłaszcza sposobu głosowania nad uchwałami w kwestiach spornych czy kontrowersyjnych. Eksperci stoją na stanowisku, że inwestorzy instytucjonalni powinni korzystać z bezpośrednich form aktywności jedynie wtedy, gdy jest to konieczne w sprawach, takich jak: strategia spółki, słabe wyniki operacyjne, brak oczekiwanych działań ze strony niezależnych członków rady, problemy z kontrolą wewnętrzną, nieodpowiednie planowanie sukcesji, niedostosowanie do zasad dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego czy niewłaściwa polityka wynagradzania kadry zarządzającej. Jeśli organy spółki nie przekazują satysfakcjonujących wyjaśnień, inwestor instytucjonalny, samodzielnie lub we współpracy z innymi, może podjąć inne bardziej radykalne działania, np. wydać publiczne oświadczenia przed walnym zgromadzeniem lub ubiegać się o nadzwyczajne walne zgromadzenie, aby zmienić skład rady. Wreszcie, powinien on ocenić w specjalnym, ogólnie dostępnym, raporcie wyniki swojej aktywności.

4 | Dobre praktyki inwestorów instytucjonalnych w Polsce

W Polsce, podobnie jak w Wielkiej Brytanii, fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne posiadają swoje izby, które ułatwiają komunikację pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi. Część funduszy inwestycyjnych zrzeszonych jest w Izbie Zarządzających Funduszami i Aktywami, a 12 towarzystw emerytalnych, spośród 14 działających na rynku, jest członkiem Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych.

W październiku 2006 roku obie izby porozumiały się i sformułowały Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych, powołując się w preambule na *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD* odnoszące się do inwestorów instytucjonalnych i ich roli w nadzorze korporacyjnym. Jego sygnatariusze zobowiązywali się do wprowadzenia go wedle zasady stosuj lub wyjaśnij przyczyny niestosowania. Informacje o przyjęciu i stosowaniu powinny zostać zamieszczone w raporcie rocznym oraz na stronach internetowych inwestora. Z 18 członków IZFiA 12 podjęło,

z pewnym opóźnieniem, uchwałę dotyczącą stosowania kodeksu, przy czym 3 towarzystwa funduszy inwestycyjnych przyjęły go z wyłączeniem pewnych zasad (zob. tabela 1). Legg Mason TFI oraz TFI Skok zmieścili na stronach internetowych wyjaśnienie, do których zapisów się nie stosują i dlaczego. Dodatkowo, członek Izby KBC TFI przyjął własny Kodeks Etyki, w ramach którego uwzględniono niektóre zasady kodeksu. Fundusze emerytalne, będące członkami Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych, zobowiązane są do przestrzegania Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych.

Tabela 1 | Wykaz Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, które przyjęły Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych w Polsce

TFI	Przyjęcie Kodeksu	Uwagi
AIG TFI S.A.	18 czerwca 2007	
BPH TFI S.A.	5 lutego 2008	
BZ WBK AIB TFI S.A.	1 marca 2007	kodeks został przyjęty także przez BZ WBK AIB Asset Management S.A. – 1 marca 2007 roku
CU Polska TFI S.A.	28 lutego 2008	CUIM (Polska) S.A. przyjęło kodeks z wyłączeniem pkt 6.3.
DWS Polska TFI S.A.	sierpień 2007	
KBC TFI S.A.		towarzystwo przyjęło własny Kodeks Etyki oraz Kodeks Dobrych Praktyk, w ramach których to regulacji uwzględniono niektóre z spośród zapisów kodeksu
Legg Mason TFI S.A.	3 lipca 2007	towarzystwo przyjmując kodeks postanowiło, iż nie będą stosowane następujące regulacje: pkt 2.2., 19.4., 20.1.g), 21.2., 22.2., 28.2., 37.1..37.2., 45.1., 50.1.
Pioneer Pekao TFI S.A.	28 listopada 2006	
PKO TFI S.A.	lipiec 2008	
Superfund TFI S.A.	26 kwietnia 2007	
TFI Allianz Polska S.A.	czerwiec 2007	
TFI PZU S.A.	28 marca 2007	
TFI SKOK S.A.	1 stycznia 2008	towarzystwo przyjmując kodeks postanowiło, iż nie będą stosowane następujące regulacje: pkt 7.1., 8.1., oraz 9.1.

Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.

Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych składa się z sześciu części poprzedzonych preambułą. W pierwszej części zaznacza się, że inwestorzy instytucjonalni powinni dążyć wszelkimi staraniami, aby zarówno oni, jak i spółki z ich portfela (a także emitenci innych instrumentów finansowych) stosowały zasady nadzoru korporacyjnego. Szczegółowe wytyczne z tego zakresu znajdują się w drugiej części kodeksu. Jest ona najbardziej obszerna i odnosi się do relacji z emitentami instrumentów finansowych. Dotyczy zasad: przygotowania do walnych zgromadzeń, udziału w nich przedstawicieli funduszy oraz sposobu postępowania na walnych zgromadzeniach. Dobrą praktyką inwestorów instytucjonalnych jest korzystanie z prawa głosu w spółkach, w których dysponują co najmniej 5% głosów. W przypadku mniejszych pakietów inwestorzy instytucjonalni powinni uczestniczyć w walnym zgromadzeniu, jeśli przedmiotem obrad są istotne sprawy spółki, a zaniechanie wykonania prawa głosu mogłoby przyczynić się

do zmniejszenia wartości pakietu akcji. Dopuszcza się rezygnację z głosowania pod warunkiem przedstawienia wyjaśnienia na żądanie klienta, co może być trudne do wyegzekwowania. Kodeks zachęca inwestorów instytucjonalnych do wymiany poglądów przed planowanym walnym zgromadzeniem. Wskazuje wiele spraw, dla których warto uzgodnić wspólne stanowisko, o ile nie rodzi to żadnych zobowiązań prawnych ani gospodarczych dla obu stron. Rekomenduje również publiczną prezentację kandydatów do rad nadzorczych, proponowanych zarówno przez inwestorów instytucjonalnych, jak i akcjonariuszy większościowych. Wiele miejsca w kodeksie poświęcono wymogom, jakie powinien spełniać członek rady nadzorczej desygnowany przez inwestorów instytucjonalnych, przy czym szczególny nacisk położono na kryteria niezależności, wzorując się na zaleceniu Komisji Europejskiej. Dodaje się, że w szczególnych okolicznościach można zrezygnować z powołania niezależnego członka. Nie jest to zgodne z najlepszymi praktykami w zakresie nadzoru korporacyjnego. W punktach 22.1. i 22.2. kodeksu zgodnie z ogólnosiwiatowym trendem zachęca się inwestorów instytucjonalnych do opracowania i upublicznienia własnych szczegółowych zasad głosowania na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych. Zasady te powinny określać politykę głosowania w takich sprawach, jak: programy motywacyjne dla zarządu, zmiana statutu, szczególnie gdy dotyczy ona praw akcjonariuszy mniejszościowych, równoprawnego traktowania wszystkich inwestorów oraz mechanizmów mających utrudnić przejście spółki bądź kontrolę nad nią. Kładzie się nacisk, aby wynagrodzenie zarządu było powiązane z wynikami spółki. Podobnie jak w Wielkiej Brytanii, kodeks promuje ujawnianie sposobu głosowania. Wymienia się również inne formy aktywności inwestorów instytucjonalnych, takie jak: bezpośredni kontakt z zarządem lub radą nadzorczą spółki portfelowej, wymiana korespondencji z nimi lub zwołanie nadzwyczajnego walnego zgromadzenia.

Analizując Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych trudno nie oprzeć się wrażeniu, że jego twórcy czerpali inspiracje ze standardów nadzoru korporacyjnego, które zostały wcześniej opracowane i opublikowane przez niektóre towarzystwa emerytalne i inwestycyjne. Pionierem był fundusz emerytalny – OFE ING Nationale-Nederlanden Polska, który wprowadził własne zasady nadzoru korporacyjnego w 2004 roku, następnie zaktualizowane w roku 2005. Większość z nich to rozwinięcie rekomendacji OECD. Ostatnie dwa rozdziały omawiają politykę głosowania na walnych zgromadzeniach wraz z zobowiązaniem do ujawniania sposobu głosowania. Jako jeden z nielicznych OFE ING opracował szczegółowe zasady głosowania na walnym zgromadzeniu.

Kolejnym funduszem, który stworzył własne zasady nadzoru korporacyjnego był w roku 2005 OFE Aviva (poprzednio Commercial Union). Dokument, zaktualizowany w roku 2006, składa się z dziewięciu działów, które dotyczą m.in. praw i obowiązków akcjonariuszy, przejrzystości, władz spółek portfelowych oraz ich wynagrodzeń, a także zarządzania konfliktem interesów. Mimo że przy tworzeniu standardów nadzoru korporacyjnego oba fundusze inspirowały się *Zasadami nadzoru korporacyjnego OECD* OFE Aviva oferuje bardziej szczegółowe wytyczne. W dokumencie porusza się i szczegółowo reguluje najważniejsze kwestie z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego, takie jak: wybór członków rad nadzorczych, przygotowania, organizację i prowadzenie walnych zgromadzeń. W odróżnieniu od Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych *Standardy Ładu korporacyjnego OFE Aviva* omawiają szerzej inne niż wykonywanie

prawa głosu na walnym zgromadzeniu formy aktywności, jak np. dialog z zarządem. OFE Aviva różnicuje aktywność funduszu ze względu na wielkość posiadanego pakietu akcji, nie precyzuje jednak, co oznacza znaczący udział w spółce. Promuje niezależność członków rad nadzorczych, czy powoływanie komitetów rady nadzorczej – audytu i wynagrodzeń wraz z precyzyjnym określeniem ich zadań. Zgodnie z najlepszymi praktykami nadzoru korporacyjnego postuluje, że kompetencje, skład i procedury operacyjne komitetów powinny być szczegółowo określone i ujawnione przez radę. W przeciwieństwie do Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych wyraźnie stwierdza, że nie będzie zgłaszać ani popierać zgłaszania aktualnych pracowników Aviva OFE do rad nadzorczych spółek, których akcje są lub potencjalnie mogą być w posiadaniu Aviva OFE. W zakresie wymagań odnoszących się do kandydatów na niezależnych członków nie popiera osób, które zasiadają w więcej niż trzech radach nadzorczych. Jasno określa się odpowiedzialność przewodniczącego rady za zapewnienie wszystkim jej członkom otrzymywania rzetelnych, aktualnych i jasnych informacji. OFE Aviva w swoich standardach wskazuje, że o części swoich działań nadzorczych nie będzie informował publicznie. Nie wprost sygnalizuje się, że w przypadku nie uwzględnienia poglądów funduszu, przy jednoczesnym zagrożeniu interesu jego beneficjentów zostaną podjęte działania zmierzające do zmiany składu organów spółki (Zasada IV.F). Formułuje się też dużo bardziej restrykcyjną rekomendację niż w Dobrych Praktykach Spółek Notowanych na GPW, co do zmiany audytora, która powinna być przeprowadzana co 3–4 lata. Szczególną uwagę zwraca się w *Standardach ładu korporacyjnego OFE Aviva* na wynagrodzenia organów spółek i pracowników kadry kierowniczej. Formułuje procedury, jakimi powinno podlegać opracowanie planów motywacyjnych oraz polityki wynagradzania zarządu i rady nadzorczej spółek portfelowych. Przedstawia wskaźniki, jakie są preferowane przy określaniu wysokości wynagrodzenia dla członków zarządu.

Mimo przyjęcia Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych OFE Aviva utrzymuje również własne zasady nadzoru korporacyjnego. Taka polityka jest zgodna z najlepszymi światowymi wzorcami oraz wytycznymi ekspertów. Wydaje się również uzasadniona, ponieważ standardy OFE Aviva oferują bardziej szczegółowe wytyczne niż kodeks, dzięki temu spółki portfelowe doskonale wiedzą, jakie są wobec nich oczekiwania funduszu.

Prace nad zasadami nadzoru korporacyjnego w roku 2004 rozpoczął również OFE PZU Złota Jesień, który korzystał z usług doradczych Institutional Shareholder Services (ISS). Pierwsza wersja tego dokumentu była bardzo ogólna. W roku 2005 opublikowano rozszerzony dokument, uszczegółowiono niektóre zapisy, m.in. dotyczące udziału i sposobu głosowania na walnych zgromadzeniach oraz wyboru członka rady nadzorczej, nie odniesiono się natomiast w wymaganiach do kwestii niezależności. Nowością jest oświadczenie o wspieraniu się na rekomendacjach przygotowywanych przez ISS przy podejmowaniu decyzji dotyczących wykonywania nadzoru właścicielskiego w spółkach, w których lokowane są aktywa funduszu.

Własną politykę w zakresie nadzoru korporacyjnego posiada również AIG PTE, który w maju 2008 roku stworzył własne *Zasady nadzoru właścicielskiego w działalności inwestycyjnej* (por. tabela 2). Są one uzupełnieniem i uszczegółowieniem Kodeksu Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych. Wyraźnie podkreśla się w nim, że do rad nadzorczych spółki będą wybierani

Tabela 2. Własne zasady nadzoru korporacyjnego opracowane przez fundusze emerytalne i ich wykaz głosowań na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych

Lp.	Fundusz emerytalny	Własne zasady nadzoru korporacyjnego	Wykaz głosowań na WZ spółek portfelowych na stronach internetowych
1	Ageon	N	T
2	CU	T	T
3	Generali	N	T
4	AIG	T	T
5	Alianz	N	T
6	Axa	N	T
7	Bankowy	N	T
8	ING	T	T
9	Nordea	N	T
10	Pekao	N	T
11	PZU	T	T
12	Warta	N	T
13	OFE Polsat	N	N
14	OFE Pocztylion	N	T

Źródło: opracowanie własne.

T – fundusz opracował i opublikował własne zasady nadzoru korporacyjnego lub publikuje na stronach internetowych wykaz głosowań na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych.

N – fundusz nie opracował bądź nie opublikował własnych zasad nadzoru korporacyjnego lub nie publikuje na stronach internetowych wykazu głosowań na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych.

kandydaci niezależni zgodnie z kryteriami sformułowanymi w zaleceniu Komisji Europejskiej. Do grona funduszy emerytalnych opracowujących własne standardy nadzoru korporacyjnego dołączyły również towarzystwa inwestycyjne m.in. Pioneer Pekao TFI oraz Amplico TFI.

Z analizowanych dokumentów wynika, że fundusze są świadome korzyści, jakie niesie ze sobą ich aktywność w obszarze nadzoru korporacyjnego dla beneficjentów, a także spółek i szerszej społeczności. Promują przede wszystkim aktywne korzystnie z prawa głosu, co może mieć wpływ na wartość zarządzanego portfela akcji. Swoją postawą przyczyniają się w długim okresie do rozwoju rynku kapitałowego, a w konsekwencji do wzrostu gospodarczego.

Wszystkie trzy fundusze: OFE ING, OFE Aviva oraz OFE PZU, który stworzyły własne zasady nadzoru korporacyjnego, zobowiązały się do publikowania na stronach internetowych raportów na temat sposobu głosowania zanim weszły w życie stosowne przepisy prawne. Zgodnie z Rozporządzeniem Rady Ministrów z 5 kwietnia 2005 r. w sprawie obowiązków informacyjnych funduszy emerytalnych mają one obowiązek publikacji na stronie internetowej wykazu głosowań

na walnych zgromadzeniach, w których brały udział w roku poprzedzającym. Wykaz taki musi zostać opublikowany najpóźniej do końca czerwca każdego roku. Fundusze emerytalne muszą podać informacje o sposobie głosowania w sprawie wszelkich uchwał dotyczących organów spółki, jej organizacji, a także sytuacji majątkowej. W efekcie, ta forma aktywności inwestorów instytucjonalnych została wymuszona przez twarde przepisy prawa. Na stronach internetowych nie można znaleźć wykazów głosowań wszystkich funduszy emerytalnych funkcjonujących w Polsce (tabela 2).

| Wnioski końcowe

Stopień aktywności inwestorów instytucjonalnych w zakresie nadzoru korporacyjnego zależy od ram prawnych obowiązujących w danym kraju. W niektórych krajach ich zaangażowanie w kontrolę nad spółkami portfelowymi jest regulowane przepisami prawnymi, w innych leży to w gestii kodeksów dobrych praktyk. Zarówno przepisy prawne, jak i kodeksy dobrych praktyk powinny stwarzać odpowiednie bodźce zachęcające inwestorów instytucjonalnych do większej aktywności. Nie powinny im tego nakazywać, czy nakładać wysokich kosztów na tych, którzy nie angażują się w nadzór korporacyjny. Powinny w jasny sposób pokazywać, jakie korzyści można osiągać dzięki aktywnej postawie wobec spółek wchodzących w skład ich portfela.

Na podstawie analizy dokumentów opisujących standardy nadzoru korporacyjnego wprowadzone w Polsce przez inwestorów instytucjonalnych można stwierdzić, że nie odbiegają one znacząco od najlepszych praktyk stosowanych w krajach, gdzie ich aktywność jest największa, tj. w Wielkiej Brytanii czy w Stanach Zjednoczonych. Wiąże się to zapewne z faktem, że większość funduszy działających w Polsce jest częścią globalnych grup finansowo-ubezpieczeniowych.

Kodeks Dobrych Praktyk Inwestorów Instytucjonalnych oraz standardy nadzoru korporacyjnego opracowane przez poszczególne fundusze działające w Polsce zawierają wiele ważnych zasad dotyczących przygotowania i organizacji walnych zgromadzeń, które powinny zapewnić częstsze wykonywanie prawa głosu. Szkoda, że oprócz uczestnictwa w walnych zgromadzeniach nie promują innych form aktywności. W porównaniu z najlepszymi światowymi wzorcami również niedostatecznie naciskają na wybór niezależnych członków do rad nadzorczych. Opierając się na rozwiązaniach obowiązujących w innych krajach, jak również na polskich doświadczeniach stosowania dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego, wydaje się zasadne wprowadzenie obowiązku opracowywania i publikowania przez inwestorów instytucjonalnych raportów dotyczących ich aktywności.

Od stworzenia kodeksu upłynęło już wiele czasu, a dotąd nie przeprowadzono żadnych jego przeglądów czy weryfikacji mimo deklaracji zawartych w preambule. W dodatku z przeprowadzonych w niniejszym opracowaniu analiz wynika, że kilka istotnych zasad powinno zostać dodanych, a niektóre powinny zostać zmodyfikowane.

Analizując strony internetowe funduszy emerytalnych i inwestycyjnych można stwierdzić, że część z nich w ogóle nie przyjęło zasad kodeksu i jednocześnie nie posiada własnych zasad nadzoru korporacyjnego. Ponadto, mimo rekomendacji zawartych w kodeksie, inwestorzy instytucjonalni w Polsce nie opracowują i nie upubliczniają własnych szczegółowych zasad głosowania na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych. Niektóre, jak OFE ING, OFE PZU oraz Pioneer Pekao TFI, zawarły pewne zasady głosowania, w szczególności odnośnie programów motywacyjnych, w opublikowanych standardach nadzoru korporacyjnego. Wskazane jest zatem zintensyfikowanie działań mających na celu zwiększenie świadomości potrzeby wprowadzenia dobrych praktyk inwestorów instytucjonalnych w nadzorze nad spółkami portfelowymi oraz zwiększenie presji środowiska na konieczność ich stosowania.

B i b l i o g r a f i a

- Akyul, A., Carroll, C.** (2006) *Removing Poison Pills: A Case of Shareholder Activism*, mimeo.
- Almazan, A., Hartzell, J., Starks, L.** (2005) Active Institutional Shareholders and Cost of Monitoring: Evidence from Executive Compensation. *Financial Management*, 34, s. 5–34.
- Becht, M., Franks, J., Mayer, C., Rossi S.** (2006) *Returns to Shareholder Activism Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund*. ECGI – Finance Working Paper nr 138/2006.
- Bethel, J., Gillan, S.** (2002) The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting. *Financial Management*, 31(4), s. 29–54.
- Black, B.** (1992) The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence. 39 *UCLA Law Review*, 897.
- Black, B.** (1998) Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, 3, s. 459–465.
- Black, B., Coffee J.** (1994) Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation. *Michigan Law Review*, 92, s. 1997–2087.
- Borokhovich, K., Brunarski, K., Parrino, R.** (2000) *Variation in the monitoring incentives of outside blockholders*. Cleveland State University, Miami University, University of Texas Working Paper.
- Cadbury Report (1992) *Financial Aspects of Corporate Governance*.
- Gillan, S., Starks, L.** (1998) A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest*, 2, s. 10–34.
- Gillan, S., Starks, L.** (2002) *Institutional investors, corporate ownership, and corporate governance: global perspectives*. Helsinki: UNU, World Institute for Development Economics.
- Gillan, S.L., Starks, L.T.** (2000) Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors. *Journal of Financial Economics*, 57, s. 275–305.
- Gilson, R., Kraakman, R.** (1991) Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors. *Stanford Law Review*, 43, s. 863–906.
- Gonnard, E., Jung Kim, E., Ynesta, I.** (2008) *Recent Trends in Institutional Investors Statistics*. OECD.
- Greenbury Report (1995) *Study Group on Directors' Remuneration*.
- Hempel Report (1998) *Final Report, Committee on Corporate Governance*. London.
- Hartzell, J., Starks, L.** (2003) Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance* 58, s. 2351–2374.
- Hartzell, J., Starks, L.** (2003) Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, 58, s. 2351–2374.
- Institutional Shareholders' Committee (2007) *The responsibilities of institutional shareholders and agents – statement of principles*.
- Karpoff, J.** (2001) *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings*. Washington, DC: University of Washington.
- Karpoff, J.M., Malatesta, P.H., Walking, R.A.** (1996), Corporate governance and shareholder initiatives: empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 42(3), s. 365–395.
- Klein, A., Zur, E.** (2009) Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and Other Private Investors. *The Journal of Finance*, 64(1), s. 187–229.
- Koładkiewicz, I.** (2003) Inwestor instytucjonalny jako akcjonariusz mniejszościowy – ważne wyzwania dla nadzoru korporacyjnego. *Problemy Zarządzania*, 1(1), s. 100–112.
- Mallin, C.** (2006) *Corporate Governance*. Oxford University Press.
- Myers Report (2004) *Review of the impediments to voting UK shares*.
- O'Brien, P., Bushan, R.** (1990) Analyst following and institutional ownership. *Journal of Accounting Research*, 28, s. 55–76.
- OECD (2009) *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*.
- Oehl, D.** (2000), *Activism Out of Brazil*, Institutional Shareholder Services Working Paper.
- Pinto, P.** (2006) *The Role of institutional Investors in the Corporate Governance*. German Working Papers in Law and Economics, nr 1, s. 1–71.
- Renneboog L., Szilagyi, P.** (2008) *The Success and Relevance of Shareholder Activism*, mimeo.
- Romanowski, M., Opalski, A.** (2009) Nowelizacja Kodeksu spółek handlowych w sprawie wykonywania niektórych praw akcjonariuszy spółek notowanych na rynku regulowanym. *Monitor Prawniczy*, 17(7), s. 1–20.
- Santella, P., Baffi, E., Drago, C., Lattuca, D.**, *A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US*, mimeo.
- Schellhardt, T.** (1991), More directors are recruited from the outside. *The Wall Street Journal*, March 20, s. B1.
- Smith, G., Swan, P.** (2008) *Will the Real Monitors Please Stand Up? Institutional Investors and CEO Compensation*, mimeo.
- The Combined Code on Corporate Governance (2003).
- The Combined Code on Corporate Governance (2008), revised.
- Weisbach, M.** (1988) Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, s. 431–460.

| „Master of Business Administration” 3/2010 (104): s. 65–72, ISSN 1231-0328, Copyright by Akademia Leona Kozłowskiego

Rzetelność i wiarygodność skonsolidowanego sprawozdania finansowego bankowej grupy kapitałowej

Dr Piotr Oleksyk | Katedra Teorii Rachunkowości i Analizy Finansowej, Uniwersytet
Ekonomiczny we Wrocławiu

| Streszczenie

Globalizacja powoduje obecnie, że podmioty gospodarcze zrzeszają się coraz częściej, a powiązania kapitałowe między nimi są zjawiskiem powszechnym. Dzięki takim procesom powstają złożone struktury gospodarcze, m.in. grupy kapitałowe. Ograniczenie ryzyka operacyjnego lub kapitałowego, pozyskanie nowych rynków zbytu i technologii lub dalsza ekspansja i konsolidacja przedsiębiorstw przez zakup nowych podmiotów gospodarczych to główne przesłanki tworzenia grup kapitałowych. Również banki w celu przetrwania oraz zdobycia przewagi konkurencyjnej tworzą tego typu grupy. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku następowywały częste mariaże pomiędzy bankami i ubezpieczycielami. Różnorodność podmiotów znajdujących się w strukturze rodzi pewne problemy związane ze sprawozdawczością bankowej grupy kapitałowej. Celem artykułu jest podkreślenie istoty wymogów związanych z rzetelnym przygotowaniem wiarygodnego sprawozdania finansowego przez rozbudowane konglomeraty finansowe.

1 | Istota sprawozdawczości finansowej banku

Sprawne funkcjonowanie każdej jednostki gospodarczej uzależnione jest w wysokim stopniu od przepływu informacji zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych. Wewnętrzny system informacyjny jest podstawą podejmowania decyzji strategicznych, np. inwestycyjnych, jak również

bieżących operacyjnych, często mających na celu zastosowanie środków zaradczych. Najważniejszą częścią tego systemu jest informacja finansowa w szerokim znaczeniu rozumiana jako odzwierciedlenie stanu majątku jednostki i źródeł jego finansowania, zmian tych składników oraz bieżących wyników działalności. Wszelkie informacje finansowe są generowane i otrzymywane na podstawie zapisów księgowych, które w swoich założeniach przedstawiają wszelkie wartościowe zmiany zachodzące w jednostce gospodarczej.

Charles J. Woelfel (2000) definiuje sprawozdawczość finansową jako „termin szeroki obejmujący nie tylko sprawozdanie finansowe, lecz także inne środki przekazu informacji odnoszące się bezpośrednio lub pośrednio do rachunkowości finansowej i procesu sprawozdawczości”. Zagadnienie sprawozdawczości finansowej można więc także odnieść do wszelkiego rodzaju raportowania związanego ze stanem finansowym poszczególnych składników danej jednostki. Wszelkie sprawozdania mające na celu uszczegółowienie i rozwinięcie informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym, jak również objaśniające poszczególne pozycje i wyniki różnego rodzaju analiz, czy też porównań można potraktować jako szeroko rozumianą sprawozdawczość finansową. Tak rozumiana sprawozdawczość jest podstawą podejmowania decyzji mających na celu właściwy rozwój jednostki.

Sprawozdawczość finansowa wychodzi również naprzeciw potrzebom informacyjnym użytkowników zewnętrznych. Z punktu widzenia użytkowników sprawozdanie finansowe powinno charakteryzować się następującymi cechami jakościowymi (Olchowicz, Taczała 2002):

- zrozumiałość – cecha ta wymaga również pewnego minimalnego poziomu wiedzy od użytkowników sprawozdania finansowego,
- przydatność – związana jest ze wszelkimi decyzjami podejmowanymi na podstawie informacji ujętych w sprawozdaniu finansowym,
- wiarygodność – rozumiana jako wierne i rzetelne odzwierciedlenie stanu faktycznego oraz jako wiarygodny obraz, czyli taki, który pozbawiony jest błędów,
- porównywalność – związana jest z oceną dynamiki pewnych działań w jednostce gospodarczej pozwala na ocenę sytuacji danej jednostki na przestrzeni kilku okresów sprawozdawczych.

Sprawozdawczość finansowa powinna być podstawą systemu zabezpieczającego przed ryzykiem. Oczywiście sama sprawozdawczość finansowa nie jest w stanie uchronić żadnej firmy przed jakimkolwiek ryzykiem, gdyż jest to tylko i wyłącznie dostarczanie informacji ogólnych oraz bardzo szczegółowych przekrojów informacyjnych, a także analitycznych. Wśród informacji podstawowych, systemy informacji dotyczące zagrożeń tworzone są przez następujące czynniki (Wasowski 2002):

- informację o ekspozycjach narażonych na ryzyko;
- informacje o wykonaniu lub też przekroczeniu wewnętrznych limitów będących odpowiedzią na regulacje ostrożnościowe, które nakazują tworzenie takich limitów;

- informacja o dotychczas utworzonych rezerwach na ekspozycje narażone na ryzyko;
- informacja o alternatywnych sposobach zabezpieczenia ryzyka (zabezpieczenia, ubezpieczenia lub instrumenty pochodne będące zabezpieczeniem).

Ważną rolę w działalności jednostki gospodarczej w aspekcie informacji na temat ryzyka, a także niepewności działalności jednostki, odgrywają wszelkie zestawienia i informacje uzupełniające, które nie są sporządzane w ściśle sformalizowany sposób. Pomimo tego stanowią bardzo ważne uzupełnienie informacji zawartych w podstawowym sprawozdaniu finansowym. Często są to jednak dane dostępne tylko i wyłącznie na potrzeby wewnętrzne jednostki oraz dla niektórych instytucji nadzorczych prawnie umocowanych do wymagania takich informacji.

Specyfika działalności bankowej stawia sprawozdawczości finansowej o wiele większe wymagania niż działalność przemysłowa, czy też usługowo-handlowa. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest, przytaczane wcześniej, ryzyko i niepewność w działalności bankowej. Ryzyko w bardzo szerokim zakresie towarzyszące prawie każdej części działalności bankowej. Wysoki poziom ryzyka działalności bankowej poszerza zakres użytkowników bankowych sprawozdań finansowych o odbiorców, których zadaniem jest szacowanie i ewentualne ograniczanie ryzyka w działalności banku. Również tych odbiorców można podzielić na wewnętrznych i zewnętrznych, z których główną rolę odgrywa bank centralny oraz nadzór bankowy. Wśród odbiorców wewnętrznych, korzystających z szeroko rozumianej sprawozdawczości, poza zarządem banku oraz komórkami audytu wewnętrznego należy wymienić specjalistyczne komórki organizacyjne mające na celu przeprowadzanie gruntownych analiz ryzyka oraz ewentualnych symulacji, czy też projekcji przyszłości w celu przedsięwzięcia i wypracowania odpowiednich procedur i zasad pozwalających uniknąć negatywnych skutków ryzyka w przeszłości.

2 | Informacje dla inwestorów i klientów

Sprawozdawczość finansowa jest jedynym narzędziem kontrolnym dla klientów banku, którzy stoją przed wyborem banku, aby nie stracić lokowanych środków pieniężnych. Wydaje się, że dylemat dotyczący wyboru przez firmę właściwego banku do obsługi finansowej praktycznie nie istnieje. Tymczasem praktyka gospodarcza stale dowodzi, że problem ten jest nadal bardzo istotny. Obecny rynek usług bankowych jest zróżnicowany – staje się w coraz większym stopniu rynkiem konkurencyjnym. W wielu przypadkach rodzaje i zakres usług oferowanych przez banki jednostkom gospodarczym są podobne, ale występuje wiele różnic ilościowych i jakościowych. W zależności od tych różnic przedsiębiorca może wyciągać odmienne wnioski ze współpracy z określonymi bankami. Nasuwa się zatem pytanie, jakimi kryteriami powinno kierować się przedsiębiorstwo, gdy dokonuje wyboru banku. Zadawane jest ono często w czasie spotkań przedstawicieli przedsiębiorstw i banków, pojawia się również w różnego rodzaju publikacjach, a odpowiedzi na nie w większości przypadków są zbieżne. Natomiast różnice dotyczą sposobu akcentowania poszczególnych kwestii. Rodzi się jednak kolejne istotne pytanie, dotyczące źródeł, z których przedsiębiorstwo może czerpać informacje na temat partnera finansowego. Przede

wszystkim uwzględnić należy konieczność analizy danych, pochodzących z ogólnie dostępnych informacji, do których należą (Grzywacz 2000):

- sprawozdawczość finansowa banków; wyciągi z tych sprawozdań publikowane są w prasie fachowej, a także codziennej;
- dane zawarte w rocznych zweryfikowanych bilansach banków oraz w ich rachunkach zysków i strat, publikowanych w „Monitorze Polskim”;
- prospekty emisyjne banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz ich okresowe raporty, publikowane m.in. w czasopiśmie.

Ocena banków przez przedsiębiorstwa wygląda inaczej aniżeli oceny dokonywane przez banki w stosunku do jednostek gospodarczych. Główną kwestią jest przy tym dostępność wiarygodnych informacji oraz umiejętność ich analizowania, zwłaszcza że w literaturze znacznie więcej miejsca poświęca się metodom służącym ocenie działalności firm. Jednak również w przypadku banków podstawą oceny sytuacji majątkowej i finansowej jest najczęściej sprawozdawczość finansowa.

Ważną kwestią jest zwrócenie uwagi na problem bezpieczeństwa powierzonych bankowi pieniędzy. Problem ten nabiera szczególnego znaczenia na tle doświadczeń ostatnich lat, w których zanotowano upadłość kilku banków. Okazało się, że brak możliwości odzyskania przez przedsiębiorstwa złożonych wcześniej w banku lokat oznacza dla wielu jednostek katastrofę ekonomiczną. Stabilność banku, jego egzystencja i prawidłowe funkcjonowanie wpływają bowiem bezpośrednio na zdolność sprostania przez przedsiębiorstwo wszelkim zobowiązaniom finansowym. Bezpieczeństwo banku jest zatem ważniejsze aniżeli np. wysokość proponowanych przez banki odsetek. Jak zatem określić można stopień tego bezpieczeństwa? Można przyjąć, że czynnikiem warunkującym dostateczny stopień pewności przedsiębiorstwa co do trafnej decyzji na tym etapie wyboru jest posiadanie przez bank dostatecznej płynności, decydującej w znacznym stopniu o właściwie prowadzonej działalności, wyrażającej się między innymi możliwością pokrycia niespodziewanych wypłat.

Istotne jest zwrócenie uwagi, że dane zawarte w publikowanych rankingach banków uwzględniają konkretne wielkości opisanych wskaźników dla poszczególnych banków, jednakże znajomość zasad, na podstawie których zostały one obliczone, pomaga przedsiębiorstwu uniknąć bezkrytycznego przyjmowania publikowanych wielkości jako punktu odniesienia do bezpieczeństwa banku. Jak wcześniej wspomniano, analiza bezpieczeństwa banku może uwzględniać wiele różnorodnych czynników, natomiast stopień jej uszczegółowienia powinien odzwierciedlać przewidywany zakres operacji finansowych przedsiębiorstwa.

Doświadczenia ostatnich lat ukazują całkiem nowy problem dotyczący sprawozdawczości finansowej jakim jest celowe fałszowanie tychże sprawozdań. Jest to proceder bardzo niebezpieczny, gdyż może doprowadzić do podważenia istoty sporządzania sprawozdawczości finansowej. Utrata wiarygodności sprawozdawczości finansowej może sprzyjać sytuacji, w której wielu odbiorców zewnętrznych może zostać pozbawionych rzetelnej informacji dotyczącej danego banku. Fałszowanie najczęściej dotyczy dwóch niewrażliwych kwestii. Pierwszą z nich jest

manipulowanie wynikiem finansowym, druga to fałszowanie wyceny poszczególnych składników majątkowych, a co za tym idzie fałszowanie wartości danej firmy. Włodzimierz Wąsowski stwierdza, że „celem fałszowania sprawozdania finansowego jest przedstawienie rzeczywistości gospodarczej niezgodnie ze stanem faktycznym, tak by odbiorca informacji wytworzył sobie obraz zgodny z intencjami fałszującego. Informacja ta ma wywołać obraz korzystniejszy niż stan faktyczny lub, co zdarza się rzadziej obraz gorszy”.

Obok fałszowania informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym należy również poruszyć problem etyki zawodu biegłego rewidenta. Każde sprawozdanie, zwłaszcza banku, musi być zatwierdzone właśnie przez rewidenta, dlatego też jest on tak samo odpowiedzialny za fałszowanie informacji jak osoba, która tego fałszerstwa dokonuje. Biegły rewident jako osoba odpowiedzialna za sprawozdanie finansowe jest świadomy fałszerstwa popełnionego w związku z badanym sprawozdaniem finansowym. Jest też pierwszą instytucją, która może zapobiec fałszerstwu i je ujawnić. Dlatego nowym wyzwaniem dla audytorów jest zapobieganie fałszowaniu sprawozdawczości finansowej. Takie działanie powinno być priorytetem dla audytora, gdyż, jak pokazuje praktyka ostatnich miesięcy, wspomniane nieprawidłowości mogą doprowadzić do upadku nawet największych firm audytorskich.

3 | Informacje o ryzyku

Podstawą badania kondycji finansowej każdego banku, w tym także narażenia na ryzyko, jest sprawozdanie finansowe banku, choć nie zawsze jest wystarczające. Kluczową rolę w zarządzaniu ryzykiem finansowym banku odgrywają informacje zawarte w załącznikach do tego sprawozdania. Dane tam zawarte pozwalają śledzić wypłacalność banku, płynność i pozycję walutową. Oprócz sprawozdawczości zewnętrznej, system sprawozdawczości w bankach obejmuje również sprawozdawczość wewnętrzną, której zakres jest ustalany samodzielnie przez bank, w zależności od potrzeb związanych z jego zarządzaniem. Sprawozdawczość wewnętrzna banku, tworzona na potrzeby zarządzania ryzykiem może mieć charakter prosty lub złożony, konieczna jest pogłębiona analiza oraz wyspecjalizowane raporty, które pozwolą określić źródło jego powstawania. Ze względu na rodzaje ryzyka towarzyszące działalności bankowej sprawozdawczość wewnętrzną można podzielić na następujące obszary tematyczne (Lisowski):

- sprawozdawczość do celów zarządzania ryzykiem płynności,
- sprawozdawczość do celów zarządzania ryzykiem stopy procentowej,
- sprawozdawczość do celów zarządzania ryzykiem walutowym,
- sprawozdawczość do celów szacowania ryzyka kredytowego.

4 | Jakość i rzetelność informacji sprawozdawczej

Informacja jest jednym z podstawowych pojęć we współczesnym świecie, mimo to nie została jednoznacznie zdefiniowana. Dość często informacja jest kojarzona, z takimi kategoriami,

jak: wiedza, dane, wiadomość. Jest to jednak potoczne i uproszczone rozumienie kategorii ekonomicznej jaką jest informacja, ponieważ dane i wiadomości dopiero po transformacji oraz nadaniu im konkretnych cech charakterystycznych stają się informacjami. Reprezentanci nauki o rachunkowości oraz nauki o zarządzaniu są w tej kwestii zgodni, każda informacja jest daną nie każda dana stanie się informacją. Pojęcie informacji jest zatem dużo węższe. Można zaryzykować stwierdzenie, że dane stają się informacjami, jeśli są zrozumiałe dla odbiorcy i zmieniają jego stan wiedzy o opisywanym obiekcie. Dane muszą być przetworzone tak, by miały realną wartość dla odbiorcy. Problem cech informacji wiąże się ściśle z potrzebami użytkowników (decydentów), a więc ilościowym i jakościowym popytem na informacje. Aby informacja była wiarygodna musi przede wszystkim wiernie odzwierciedlać rzeczywistość gospodarczą. Trudności związane z identyfikacją zdarzenia gospodarczego, opracowaniem i zastosowaniem odpowiednich zasad jego wyceny i prezentacji powodują powstawanie ryzyka – informacje sprawozdawcze nie dość wiernie odzwierciedlają opisywaną rzeczywistość. Kierownik jednostki musi odpowiedzieć na pytanie, która metoda wyceny i forma prezentacji gwarantuje wierne odzwierciedlenie rzeczywistości gospodarczej, czy zastosowane uproszczenia nie wpłyną na zmniejszenie wiarygodności informacji sprawozdawczej. Wybór metody wyceny, czy stosowanie dozwolonych prawem uproszczeń to nie wszystkie problemy sporządzającego sprawozdanie finansowe. Istnieją aktywa, których w ogóle nie wyceniamy, rachunkowość nie potrafi ich wiarygodnie zweryfikować. Chodzi mianowicie o takie zasoby, jak: kapitał intelektualny i markę przedsiębiorstwa, które nie są wykazywane w sprawozdaniu finansowym, a przecież mają istotne znaczenie z punktu widzenia podejmowanych przez użytkowników decyzji (Kaczmarczyk 2006).

5 | Wybrane aspekty konsolidacji

W myśl przepisów znowelizowanej ustawy o rachunkowości, grupę kapitałową należy rozumieć jako jednostkę dominującą wraz z jednostkami zależnymi i jednostkami współzależnymi niebędącymi spółkami handlowymi. Jednostkę dominującą określa się jako spółkę handlową sprawującą kontrolę lub współkontrolę nad inną jednostką, a w szczególności: posiadającą bezpośrednio lub pośrednio przez udziały większość ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym innej jednostki (zależnej), także na podstawie porozumień z innymi uprawnionymi do głosu, wykonującymi swe prawa głosu zgodnie z wolą jednostki dominującej; lub uprawnioną do kierowania polityką finansową i operacyjną innej jednostki (zależnej) w sposób samodzielny lub przez wyznaczone przez siebie osoby lub jednostki na podstawie umowy zawartej z innymi uprawnionymi do głosu, posiadającymi, na podstawie statutu lub umowy spółki, łącznie z jednostką dominującą, większość ogólnej liczby głosów w organie stanowiącym; lub uprawnioną jako udziałowcem do powoływania albo odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innej jednostki (zależnej); lub będącą udziałowcem jednostki, której członkowie zarządu w poprzednim roku obrotowym, w ciągu bieżącego roku obrotowego i do czasu sporządzenia sprawozdania finansowego za bieżący rok obrotowy stanowią jednocześnie więcej niż połowę składu zarządu tej jednostki (zależnej), lub osoby, które zostały powołane do pełnienia tych funkcji w rezultacie wykonywania przez jednostkę dominującą prawa głosu w organach tej jednostki (zależnej); lub będącą udziałowcem lub współnikiem innej jednostki współzależnej,

niebędącej spółką handlową i sprawującą współkontrolę nad tą jednostką wspólnie z innymi uprawnionymi do głosu. Jednostka zależna jest to spółka handlowa, która jest kontrolowana przez jednostkę dominującą, natomiast jednostka współzależna to spółka handlowa lub inna jednostka, która jest współkontrolowana przez jednostkę dominującą lub znaczącego inwestora i innych udziałowców lub wspólników na podstawie statutu, umowy spółki lub umowy zawartej na okres dłuższy niż rok. Tworząc skonsolidowane sprawozdanie finansowe jednostka dominująca powinna objąć nim wszystkie jednostki zależne będące w jej długofalowym posiadaniu, o ile nie ma żadnych ograniczeń w przesyłaniu kapitału do jednostki dominującej.

Przy sporządzaniu skonsolidowanego sprawozdania finansowego należy kierować się następującymi zasadami:

- podstawową zasadą jest zsumowanie poszczególnych pozycji aktywów, kapitału własnego, przychodów i kosztów jednostki dominującej oraz jednostek zależnych,
- ze sprawozdania należy wyłączyć bilansową wartość inwestycji jednostki dominującej w każdej z jednostek zależnych,
- ze sprawozdania należy wyłączyć również wszelkie rozliczenia oraz transakcje zawierane wewnątrz grupy kapitałowej, dodatkowo należy wyłączyć też niezrealizowane zyski z takich transakcji oraz o ile to jest możliwe niezrealizowane straty dotyczące takich transakcji,
- w przypadku, gdy sprawozdania finansowe poszczególnych jednostek nie są sporządzane na ten sam dzień sprawozdawczy, należy dokonać korekt dotyczących kluczowych transakcji mających miejsce pomiędzy tymi dniami; maksymalna dozwolona rozbieżność pomiędzy dniami sprawozdawczymi to 3 miesiące,
- przy skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym należy stosować te same zasady rachunkowości w stosunku do podobnych transakcji mających miejsce w różnych jednostkach grupy kapitałowej, jeżeli nie jest to możliwe to fakt taki musi być dodatkowo ujawniony wraz z podanym udziałem procentowym pozycji, do których zastosowano inne zasady rachunkowości,

Polskie prawo bilansowe przewiduje trzy metody konsolidacji: metoda konsolidacji pełnej, metoda konsolidacji proporcjonalnej oraz metoda praw własności.

Metoda konsolidacji pełnej polega na sumowaniu, w pełnej wysokości, poszczególnych pozycji odpowiednich sprawozdań finansowych jednostki dominującej i zależnej oraz dokonaniu wyłączeń. Udziały w kapitale własnym jednostek zależnych, należące do innych podmiotów niż podlegające konsolidacji, wykazuje się w pasywach skonsolidowanego bilansu jako „Kapitały mniejszości”.

Metoda konsolidacji proporcjonalnej polega na sumowaniu poszczególnych pozycji odpowiednich sprawozdań finansowych jednostki dominującej (w pełnej wysokości) z częścią wartości (proporcjonalną do udziałów posiadanych przez podmioty grupy kapitałowej) tych pozycji sprawozdań finansowych jednostek współzależnych oraz dokonaniu wyłączeń.

W metodzie praw własności wyodrębnia się w skonsolidowanym bilansie, w pozycji aktywa trwałe „Udziały w jednostkach podporządkowanych wyceniane metodą praw własności”. Wartością tych udziałów jest cena nabycia skorygowana o różnicę między tą ceną nabycia a wartością udziałów w kapitale własnym tych jednostek.

6 | Posumowanie

Podstawowe dylematy rzetelnej i wiarygodnej informacji o działalności bankowej grupy kapitałowej w ujęciu skonsolidowanym przedstawiają się w następujących aspektach:

- dobór odpowiedniej metody konsolidacji dla poszczególnych podmiotów działających w danej grupie,
- zastosowanie identycznych metod wyceny jednorodnych składników aktywów w sprawozdaniach jednostkowych poszczególnych członków grupy (w przypadku braku możliwości – zastosowanie odpowiednich korekt dostosowawczych na etapie tworzenia skonsolidowanego sprawozdania finansowego,
- ujednoczenie informacji według formularza sprawozdawczego jednostki dominującej (co jest znacznym problemem, gdy bank jest jednostką dominującą, a pozostałe podmioty w grupie kapitałowej sporządzają sprawozdanie według formularza dla typowych jednostek)¹,
- wiarygodne oszacowanie składników występujących wyłącznie w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym (różnice kursowe z konsolidacji, wartość firmy, kapitały mniejszości itp.),
- właściwe przeprowadzenie wyłączeń konsolidacyjnych (np. należności i zobowiązania wewnątrz grupy, koszty i przychody w obrębie grupy kapitałowej).

B i b l i o g r a f i a

Grzywacz, J. (2000). Wybór banku, rutyna czy sztuka?. *Monitor Rachunkowości i Finansów*, 10, Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości.

Lisowski, M., *Rola sprawozdawczości w zarządzaniu ryzykiem w instytucjach finansowych, Rachunkowość a controlling. Sprawozdawczość i ocena ośrodków odpowiedzialności.*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, 868.

Olchowicz, I., Taczała, A. (2002) *Sprawozdawczość finansowa*, Warszawa: Difin.

Wąsowski, W. (2002) Cel, zakres i metody fałszowania sprawozdań finansowych. *Bank i Kredyt*, Październik.

Wąsowski, W. (2002a) O ryzyku nieco inaczej, *Bank*, 7–8.

Woelfel, Ch.J. (2000), *Rachunkowość banku – jak zrozumieć i stosować standardy i regulacje*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

¹ Zgodne z załącznikiem nr 1 do UoR.



**Nowe wyzwania po kryzysie
– doświadczenia światowe**

Reformy *corporate governance* i ich wpływ na systemy narodowe. Przyczynek do poznania rynków wschodzących

Dr Maria Aluchna | Katedra Teorii Zarządzania, Szkoła Główna Handlowa |
maria.aluchna@sgh.waw.pl

| Streszczenie

Niniejszy artykuł został poświęcony przybliżeniu systemu *corporate governance* w gospodarkach wschodzących, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu reform na ich kształt. Analizie poddano cztery największe gospodarki rozwijające się, czyli Brazylię, Rosję, Indie i Chiny. Przeprowadzona analiza wskazuje, iż wysiłki na rzecz reform nadzoru korporacyjnego podejmowane są także w gospodarkach wschodzących, których specyfika przyczyniła się do wykształcenia innych narodowych systemów i innych problemów *corporate governance*. Różne są także efekty wdrażania reform nadzoru korporacyjnego, a zmiany jakościowe następują w analizowanych krajach dość powoli.

| Wstęp

Analizy z zakresu *corporate governance* często dotyczą wybranych zagadnień, jak struktura własności, funkcjonowanie rady, wynagrodzenie menedżerskie czy dokumenty dobrych praktyk. Bardzo ciekawym wątkiem badań i analiz są natomiast omówienia systemów narodowych,

które prezentują całościowo strukturę *corporate governance*, jaka rozwinęła się w danym kraju. Spojrzenie na wiele elementów tej układanki pokazuje nie tylko dokładną charakterystykę danego systemu, lecz także pozwala prześledzić proces rozwoju, poszczególne jego etapy oraz znaczenie i rolę konkretnych reform (np. wprowadzenie określonej regulacji i reakcję systemową na nie). Umożliwia to obserwację systemu nadzorczego wraz z elementami, które często umykają analizom czysto ekonomicznymi, czyli nie tylko kwestii rynku pracy, obowiązującego prawa, ale także aspektów historycznych, politycznych i wreszcie kulturowych. Ponadto, interesującą problematyką jest reakcja systemów narodowych na wdrażane reformy nadzoru korporacyjnego, wpływ procesów harmonizacyjnych na zmiany w ich obrębie. Analizy systemów narodowych pozwalają także na porównanie międzynarodowe i odnoszenie doświadczeń jednych krajów do drugich. Choć wiele systemów narodowych zostało już dokładnie zbadanych, wciąż niewiele wiadomo o systemach krajów rozwijających się czy transformujących, takich jak Indie, Rosja, Chiny czy Brazylia. Co więcej, mimo iż często dostępne są opracowania charakteryzujące te systemy, nie do końca można jeszcze zrozumieć w jaki sposób one funkcjonują.

Niniejszy artykuł został poświęcony przybliżeniu systemu *corporate governance* w gospodarkach wschodzących, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu reform na ich kształt. Analizie poddano cztery największe gospodarki rozwijające się, czyli Brazylię, Rosję, Indie i Chiny, funkcjonujące często w literaturze światowej pod hasłem BRIC.

W pierwszym punkcie przedstawiono ogólne charakterystyki systemów *corporate governance* analizowanych gospodarek wschodzących i odniesiono się do podstawowych elementów struktury nadzorczej, czyli: struktury własności, zasad funkcjonowania rady, praktyki kształtowania wynagrodzeń menedżerskich oraz standardów przejrzystości i ochrony inwestorów. Punkt drugi omawia główne kierunki reform *corporate governance* w poszczególnych krajach grupy BRIC, podczas gdy w punkcie trzecim zawarto dyskusję o wpływie tych reform na kształt systemów narodowych. Wnioski zawarto w podsumowaniu.

1 | Międzynarodowa analiza porównawcza systemów *corporate governance*

Rozwój badań z zakresu międzynarodowej analizy porównawczej przyczynił się do wzrostu zainteresowania strukturami nadzorczymi, wykształconymi także w gospodarkach wschodzących. Okazuje się bowiem, iż odmienne warunki funkcjonowania spółek obejmujące najczęściej słabszy porządek instytucjonalny, mniej efektywny system prawny w tym przede wszystkim słabszą ochronę inwestorów i nieefektywne sądownictwo oraz niższe standardy przejrzystości przyczyniły się do wykształcenia się innych systemów nadzoru korporacyjnego (Berglóf, Claessens 2004: 5–15). Gdy mówimy o gospodarkach wschodzących należy wyodrębnić kilka głównych cech charakterystycznych:

- wzrost znaczenia inwestorów z krajów rozwijających się,
- rosnące znaczenie określonych form organizacyjnych,

- łączenie sfery biznesu i polityki,
- specyficzną rolę rady.

Wzrost znaczenia inwestorów z krajów rozwijających się – globalny rynek kapitałowy odnotowuje wzrost aktywności inwestorów instytucjonalnych nie tylko z krajów rozwiniętych, lecz także z krajów rozwijających się. Należy w tym miejscu wymienić silną pozycję pojedynczych inwestorów (np. rosyjscy oligarchowie) czy poszczególnych przedsiębiorstw (np. Tata z Indii). Bardzo ciekawym trendem jest także aktywność akumulujących znaczne aktywa funduszy państwowych z Chin, Rosji czy krajów arabskich, korzystających z coraz większego znaczenia surowców naturalnych oraz szybkiego tempa rozwoju gospodarczego poszczególnych krajów.

Rosnące znaczenie określonych form organizacyjnych (Morck 2009:4–12; Morck 2005) – choć akcje uprzywilejowane często są krytykowane przez inwestorów amerykańskich czy brytyjskich (w efekcie czego przedsiębiorstwa ze Stanów Zjednoczonych lub Wielkiej Brytanii stosują rozwiązanie „jedna akcja – jeden głos”), to przedsiębiorstwa rosyjskie, chińskie czy hinduskie nie poddają się tej presji. Ponieważ większość silnych spółek z tych krajów jest kontrolowana przez rodziny lub menedżerów (oligarchów), akcje uprzywilejowane są częstym rozwiązaniem. Obok zwiększania liczby głosów na akcje w krajach azjatyckich (podobnie z resztą jak w wielu spółkach włoskich, hiszpańskich czy szwedzkich) stosuje się struktury piramidowe. Składają się one z wielopoziomowych konstrukcji, które z reguły pozwalają założycielom utrzymywać kontrolę przy niskim zaangażowaniu kapitałowym (im więcej poziomów tym mniejsze aktywa są potrzebne do zachowania kontroli). Taktyka ta jest bardzo często stosowana w krajach Azji Południowo-Wschodniej, ze względu na dominację spółek kontrolowanych przez rodziny. Co za tym idzie, w przeciwieństwie do rozdrobnionej struktury własności obserwowanej w Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii, spółki z omawianych krajów cechuje zdecydowanie skoncentrowana struktura własności. Trzecią interesującą obserwacją dotyczącą charakterystyki spółek z omawianych krajów jest znaczna popularność złożonych struktur organizacyjnych, w tym grup kapitałowych czy konglomeratów. Grupy kapitałowe są dopełnieniem struktur piramidowych i wynikiem rozbudowy rodzinnych imperiów. Ponadto, słabiej rozwinięte rynki, mniejsza efektywność ładu instytucjonalnego, słaby system prawny może przyczyniać się do wzrostu kosztów transakcyjnych. W efekcie, przedsiębiorstwu bardziej opłaca się integrować pionowo lub poziomo, tworząc tak zwany rynek wewnętrzny. Zjawisko to obserwuje się zarówno w Rosji, jak i krajach Azji Południowo-Wschodniej. Dość powiedzieć, że chiński rząd zafascynowany sukcesem japońskich *keiretsu* i koreańskich *chaeboli* dąży do budowy struktur odwzorowujących powiązania krzyżowe i mechanizmy funkcjonowania tych grup kapitałowych. Warto jeszcze dodać, iż struktury piramid i grupy kapitałowe występują także w Europie kontynentalnej (Szwecja, Włochy), lecz ze względu na słabą ich popularność w Stanach i pewne napiętnowanie opinią formy niekorzystnej dla inwestorów były pomijane w międzynarodowych analizach. Obecnie jednakże wraz ze wzrostem znaczenia omawianych krajów, pojawia się coraz więcej opracowań na temat grup kapitałowych i struktur piramidowych.

Łączenie sfery biznesu i polityki – wynika często z siły powstałych tam firm (np. Gazprom) czy ich strategicznego znaczenia (ogólnie przemysł wydobywczy o dużym udziale w eksporcie),

potęgi rodzin i roli przedsiębiorstw w rozwoju kraju (np. hinduskie konglomeraty jak Tata) lub roli polityków w zarządzaniu tymi spółkami (np. w Chinach). Choć zjawisko łączenia sfery biznesu i polityki jest także popularne w krajach rozwiniętych (np. aktywna polityka rządu francuskiego sprzyjająca własnym koncernom, państwowe banki lokalne w Niemczech czy polityka ochrony rodzimego rynku w Stanach Zjednoczonych), to przykłady pochodzące z krajów rozwijających się są bardziej głośne.

Specyficzna rola rady – spółki w gospodarkach wschodzących cechują się odmiennym podejściem do roli rady oraz metodami doboru jej członków. Rada – nadzorcza lub dyrektorów – jest przede wszystkim miejscem egzekwowania kontroli przez akcjonariusza większościowego, jakim najczęściej jest rodzina lub państwo. Z tego też względu obecność członków niezależnych jest bardzo niska.

Tabela 1 przedstawia charakterystykę systemów *corporate governance* w wybranych gospodarkach wschodzących.

Tabela 1 | Systemy *corporate governance* w wybranych gospodarkach wschodzących

Element	Rosja	Indie	Chiny	Model łaciński
Rada	rada dyrektorów, znaczny udział przedstawicieli akcjonariuszy większościowych, mało członków niezależnych	rada dyrektorów, znaczny udział przedstawicieli akcjonariuszy większościowych (rodzin), mało członków niezależnych	rada nadzorcza, udział przedstawicieli państwa, bardzo mała obecność członków niezależnych	rada nadzorcza/dyrektorów, znaczny udział przedstawicieli akcjonariuszy większościowych (rodzin), mało członków niezależnych
Struktura własności	skoncentrowana, oligarchowie, państwo, duża popularność grup kapitałowych	skoncentrowana, rodziny, duża popularność grup kapitałowych	skoncentrowana, państwo, duża popularność grup kapitałowych	skoncentrowana, rodziny, państwo, duża popularność grup kapitałowych
Wykonywanie prawa głosu	udziały we własności, piramidy	udziały we własności, piramidy	udziały we własności, piramidy	udziały we własności, piramidy
Rynek kapitałowy	małe, choć rosnące znaczenie	małe, choć rosnące znaczenie	małe, choć rosnące znaczenie	małe, choć rosnące znaczenie
Rynek kontroli przedsiębiorstw	bardzo małe znaczenie	bardzo małe znaczenie	bardzo małe znaczenie	bardzo małe znaczenie

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując informacje zawarte w tabeli 1 należy odnotować, iż wszystkie narodowe systemy *corporate governance* posiadają swoją wyjątkową specyfikę. Po pierwsze, odnoszą się do dorobku międzynarodowej analizy porównawczej w krajach rozwijających się, dominuje w nich struktura oparta na mechanizmach wewnętrznych, czyli hierarchiach, takich jak struktura własności czy rada nadzorcza. Jednocześnie obserwuje się słaby poziom rozwoju mechanizmów zewnętrznych, rynkowych. Nie jest to charakterystyka zaskakująca, gdyż cechuje ona większość krajów rozwijających i transformujących się, w których nie wykształciły się mechanizmy zewnętrzne wymagające zarówno dłuższego czasu, silnych instytucji, jak i dobrego egzekwowania prawa.

Jednocześnie oznacza to niskie znaczenie rynku kapitałowego (niska efektywność, niska przejrzystość) oraz rynku kontroli korporacji (rzadko lub wcale nie występujące transakcje wrogich przejęć). Dodatkowo, ograniczona jest także rola rynku talentów menedżerskich i motywacyjna funkcja wynagrodzenia menedżerskiego. Ze względu na niską efektywność systemu prawnego nie należy się także spodziewać dochodzenia przez akcjonariuszy praw w sądzie.

Po drugie, analizy prowadzone w gospodarkach wschodzących wskazują na silną koncentrację własności, która jest poniekąd reakcją akcjonariuszy większościowych na słabą ochronę prawną inwestorów i niską przejrzystość rynku. W takich warunkach posiadanie większego pakietu akcji zabezpiecza interesy akcjonariuszy dominujących i daje im kontrolę nad kierunkiem rozwoju spółki. W pewnych warunkach koncentracja własności jest pozytywnym elementem nadzorczym, gdyż zapewnia sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa i ogranicza koszty nadzoru nad zarządzającymi, a jej pozytywny wpływ często odnotowuje się w przypadku gospodarek anglosaskich. Jednakże, nadmierna koncentracja własności może być bardzo niekorzystna z punktu widzenia tak spółki, jak i rynku. Wysoka koncentracja własności zwiększa ryzyko nadużyć ze strony akcjonariuszy dominujących, co może przejawiać się w prowadzeniu określonej polityki inwestycyjnej i dywidendowej, ograniczeniu dostępu do informacji czy dominacji przedstawicieli akcjonariuszy dominujących w radzie. Analizy pokazują wyraźnie, iż tego typu praktyki obserwuje się w przypadku spółek akcyjnych w gospodarkach wschodzących. Badania rad nadzorczych odnotowują przykładowo nadmierną reprezentację przedstawicieli akcjonariuszy dominujących przy zerowym lub marginalnym udziale członków niezależnych.

Trzecią cechą charakterystyczną dla gospodarek wschodzących jest wciąż znaczna rola państwa w gospodarce i jednocześnie systemie *corporate governance* w szczególności w Rosji, Chinach i krajach Ameryki Łacińskiej. Wpływ państwa w gospodarce, obecny jest na wielu płaszczyznach w sferze regulacyjnej, odnośnie do kwestii struktury własności (dominacja kontroli ze strony państwa w Chinach), oraz w sferze zarządzania i wywierania wpływu na funkcjonowanie spółek przez delegowanie członków zarządu i rad nadzorczych (przede wszystkim w Chinach i Rosji).

2 | Reformy *corporate governance* w gospodarkach wschodzących

Odmierna specyfika gospodarek wschodzących pod względem charakterystyki systemu nadzoru korporacyjnego zupełnie nie wyklucza udziału tych krajów w procesach harmonizacyjnych skierowanych na implementację zasad dobrych praktyk *corporate governance*. Uznane na całym świecie zasady obejmują przede wszystkim zwiększenie przejrzystości spółek, w tym szczególnie w zakresie struktury własności (powiązania kapitałowe, grupy kapitałowe) oraz składu rady i zarządu, wzrost znaczenia i obecności w radzie członków niezależnych, tworzenie wyspecjalizowanych komitetów w radzie, wzrost odpowiedzialności osób zarządzających za wyniki spółki oraz ochronę interesów inwestorów, w tym głównie inwestorów mniejszościowych. Należy jednak zwrócić uwagę, iż odmienna specyfika gospodarek wschodzących pociąga za sobą nieco inne podejście do realizacji dobrych praktyk *corporate governance*. Dokumenty dobrych praktyk

oraz doświadczenie pokazują, iż zasady stosowane przez spółki, jak również wymogi narzucane przez inwestorów zagranicznych są nieco łagodniejsze. Dotyczy to przede wszystkim obecności niezależnych członków w radzie i dominacji rodziny lub założyciela (firmy rosyjskie czy hinduskie), a także kwestii kontroli przez posiadane udziały (np. banki chińskie mocno ograniczają udział zagranicznych inwestorów w swojej strukturze własności). Poniżej przedstawiono główne obszary reform nadzoru korporacyjnego w gospodarkach wschodzących.

| Brazylia

Wiele reform makroekonomicznych zostało wdrożonych w latach 80. w reakcji na kryzys finansowy. Ostatnie lata natomiast to okres zmian w kierunku prywatyzacji, większej przejrzystości spółek, odpowiedzialności zarządów oraz liberalizacji systemu finansowego (Lopez-de-Silanes, Chong 2003; Rogers, Dami, Ribeiro, Sousa 2006). Warto wymienić także działanie *Brazilian Institute of Corporate Governance* (IBGC) utworzonego w 1995 roku, który przyczynił się do powstania pierwszej wersji kodeksu dobrych praktyk już w 1999 roku. Druga i trzecia wersja *Code of Best Practice of Corporate Governance* pojawiły się odpowiednio w 2001 i 2004 roku. Ostatni dokument opiera się na czterech podstawowych zasadach: przejrzystości, odpowiednim traktowaniu wszystkich uczestników, odpowiedzialności prawnej za podejmowane działania oraz społecznej odpowiedzialności biznesu. Podobnie jak inne tego typu dokumenty, brazylijski kodeks dobrych praktyk zaleca równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy (i rekomenduje zasadę „jedna akcja = jeden głos”), zaleca tworzenie wyspecjalizowanych komitetów (przede wszystkim komitetu audytu) w radzie oraz udział niezależnych członków rady (dokładna definicja). Długi, 47-stronicowy dokument odnosi się także do kwestii funkcjonowania rady, odpowiedniego kształtowania wynagrodzenia menedżerskiego, oceny pracy zarządzających, prowadzenia audytu, polityki przejrzystości (Gregory, Millstein 2008:3-5). Ze względu na słaby porządek instytucjonalny głównym wyzwaniem jest jednak implementacja tych zasad.

| Rosja

W ostatnich latach w Rosji, podobnie jak w innych analizowanych krajach, obserwuje się zwiększone wysiłki na rzecz poprawy standardów nadzoru korporacyjnego, a zwłaszcza w odniesieniu do przejrzystości funkcjonowania spółek, równego traktowania akcjonariuszy i jakości monitoringu działania kadry zarządzającej (Lazareva, Rachinsky, Stepanov 2007). Do najważniejszych zmian zaliczyć należy między innymi (Springer 2001; Kochetygova, Shvyrkov 2006: 2–4):

- prawo spółek handlowych (1996 rok) określające system nadzoru w Rosji, zasady głosowania na WZA, dające prawo akcjonariuszem mniejszościowym do blokowania decyzji sprzecznych z ich interesem, regulujących transakcje z podmiotami powiązanymi;
- prawo rynku kapitałowego (1996 rok) określające funkcjonowanie rynku wraz z działalnością instytucji nadzorującej *Federal Commission for the Securities Market*;
- prawo ochrony interesów inwestorów (1999 rok) – określające zasady nowych emisji i wprowadzające kary za rozwadnianie kapitału na koszt akcjonariuszy mniejszościowych;

- D *Corporate Governance Codes and Principles in Russia* (2002 rok) formułujące między innymi zasady nadzoru korporacyjnego oraz funkcjonowania WZA, określające zasady pracy rady (procedury pracy, obowiązków i składu rady, obecności członków niezależnych, tworzenia wyspecjalizowanych komitetów) oraz politykę przejrzystości.

Choć w większości grup kapitałowych państwo odgrywa rolę biernego akcjonariusza, reformy z zakresu ładu korporacyjnego są niezwykle ważne dla dużych przedsiębiorstw wchodzących na zagraniczne rynki i notowanych na zagranicznych giełdach (McGee, Preobragenskaya 2004). Mimo widocznej poprawy standardów *corporate governance*, a szczególnie w przypadku dużych spółek notowanych na giełdach zagranicznych, badacze nie spodziewają się zasadniczych reform na rynku kapitałowym w Rosji.

| Indie

Nadzór korporacyjny w Indiach także ma swoją specyficzną charakterystykę i współcześnie doświadcza wielu interesujących inicjatyw i reform mających na celu zwiększenie przejrzystości, poprawę ochrony interesów akcjonariuszy oraz liberalizację rynku kapitałowego, które są wdrażane od 1991 roku (Marietty, Subrahmanyam 2004: 6–11). Do głównych działań w tym zakresie należy zaliczyć przede wszystkim aktywność *Securities and Exchange Board of India* tworzącą porządek instytucjonalny i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego. W 2008 roku weszły w życie nowe przepisy prawa handlowego również skierowane na zwiększenie ochrony inwestorów i podniesienie standardów przejrzystości (KPMG 2009: 5). Główna oś reform *corporate governance* w Indiach koncentrowała się na roli i składzie rady dyrektorów (*CII Code* z 1997 roku, *Kumar Mangalam Birla Committee* z 2000 roku i *Report of the SEBI Committee on Corporate Governance* zwany *Murthy Committee Code* z 2003 roku). Ostatni z nich podnosił kwestie konieczności zarządzania ryzykiem i rozumienia sektora przez członków rady spółki, w którym działania monitorowała spółka. Dodatkowo, *Murthy Committee* wskazywał na znaczenie komitetu audytu i konieczności obecności członków rady posiadających odpowiednie doświadczenie i wykształcenie w dziedzinie finansów przedsiębiorstwa i rachunkowości.

| Chiny

Chiński nadzór korporacyjny wykazuje ogromny potencjał ze względu na dynamiczny rozwój gospodarki oraz wdrażane reformy. Wzrost gospodarczy oraz postępujące reformy przyczyniły się do rozwoju nadzoru korporacyjnego i zwiększenia znaczenia rynku kapitałowego. W Chinach działają obecnie dwie giełdy w Szanghaju i Shenzhen, na których notowanych jest łącznie 1600 spółek giełdowych. Kapitalizację chińskiego rynku kapitałowej szacuje się na około 800 mld dolarów, czyli niecałych 10% PKB (Malkiel, Taylor 2009: 50–60). Wdrażane zmiany pozytywnie wpływają na formułowanie standardów nadzoru korporacyjnego w Chinach oraz na efektywność chińskich spółek (Li 2009: 24–28). Wśród najważniejszych reform należy wymienić (Xi 2006: 1–10; Li, Naughton, Hovey, 2009: 19–23) m.in.:

- D liberalizację systemu finansowego (dopuszczenie do prywatyzacji wybranych spółek, wzrost obecności inwestorów zagranicznych);

- wdrożenie prawa spółek (1993 rok), które wprowadziło dwupoziomowy system nadzoru (rada nadzorcza i zarząd) wraz z jego zmianami (2005 rok);
- działalność *China Securities Regulatory Commission* (od 2001 roku), która zapewnia nadzór nad systemem finansowym, zaleca zwiększenie obecności członków niezależnych w radzie i zwiększa odpowiedzialność rady na prowadzony monitoring nad członkami zarządu;
- powstanie *Code of Corporate Governance for Listed Companies in China* (2002 rok) oraz *Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies* (2004 rok) formułujących między innymi rekomendacje odnośnie postępowania akcjonariuszy (w tym akcjonariuszy większościowych, dokonywania transakcji z podmiotami powiązanymi), funkcjonowania rady (procedury pracy, obowiązków i składu rady, obecności członków niezależnych, tworzenia wyspecjalizowanych komitetów) oraz polityki przejrzystości.

3 | Systemy *corporate governance* w kontekście reform

Wdrażane na całym świecie reformy z zakresu *corporate governance* przyczyniają się do zasadniczej zmiany kształtu struktur nadzorczych w kierunku zwiększenia znaczenia rynku kapitałowego, odpowiedzialności i profesjonalizacji rady oraz przejrzystości rynków i spółek, a także wykonywania praw przez akcjonariuszy. Reformy te obejmują również systemy gospodarek wschodzących, choć ocena ich efektywności nie jest jednoznaczna. Zdecydowanie podejmowane wysiłki skierowane są na ważne aspekty struktur nadzorczych, jednakże ich wdrażanie i weryfikacja składanych przez spółki oświadczeń wskazuje, że na zasadnicze zmiany w gospodarkach wschodzących trzeba będzie jeszcze poczekać. Poniżej przedstawiono skrótowo stan systemów *corporate governance* w analizowanych krajach w kontekście wdrażanych reform.

| Brazylia

Procesy globalizacji i internacjonalizacji wywierają silny wpływ na system nadzoru korporacyjnego w Brazylii. W literaturze międzynarodowej nie ma jednak wielu opracowań odnoszących się wyłącznie do tego kraju, z tego też względu w niniejszym artykule przytoczono badania dla regionu Ameryki Łacińskiej, ze szczególnym naciskiem na Brazylię. Trudno jednak oczekiwać zasadniczych zmian w warunkach wciąż słabego państwa i nieefektywnego porządku instytucjonalnego, w tym systemu sądownictwa i ochrony inwestorów. Pod względem tożsamości akcjonariuszy dominują krajowi akcjonariusze prywatni, jedynie jedną z bardziej zauważalnych zmian jest wzrost zaangażowania inwestorów zagranicznych we własność niektórych spółek, w szczególności w Brazylii i Argentynie (Rogers, Dami, Ribeiro, Sousa 2006) i Chile. Co więcej, w okresie 1997–2002 odnotowano wzrost popularności grup kapitałowych (Aguilera 2008: 44). Badania wskazują nie tylko na wysoką popularność grup kapitałowych, ale także na wysoki stopień rozdziału kontroli od własności, częste wykorzystywanie akcji uprzywilejowanych i struktur piramidowych. Mimo bardzo silnej pozycji dominujących akcjonariuszy, analizy odnotowują liczną obecność niezależnych członków w radzie dyrektorów (na poziomie 28–55%).

Bardzo ciekawych obserwacji dostarczają także studia przypadków analizujące współpracę między korporacjami międzynarodowymi a przedsiębiorstwami z Ameryki Łacińskiej, które decydują się na stworzenie wspólnych przedsięwzięć joint venture. Spółki z Ameryki Południowej wykazują odmienną kulturę działania oraz praktykę w zakresie *corporate governance* (Perkins, Morck, Young 2008), podczas gdy ich zagraniczni partnerzy z krajów rozwiniętych często nie znają technik związanych z rozdziałem własności od praw do zysku, nagminnie stosowanych w Brazylii. Choć problemy związane ze słabą przejrzystością struktur piramidowych oraz ryzykiem transferowania wartości przedsiębiorstwa od akcjonariuszy mniejszościowych na korzyść akcjonariuszy dominujących są powszechnie znane, to jednak wiele światowych firm zaangażowało się we wspólne projekty ze spółkami, które – jak się później okazało – agresywnie wykorzystują piramidy na swoją korzyść. Wyniki tych projektów oznaczały dla spółek europejskich, kanadyjskich czy amerykańskich (m.in. Citigroup) bardzo wysokie straty finansowe szacowane na poziomie kilkuset milionów dolarów. Na zakończenie warto zauważyć, iż kraje Ameryki Łacińskiej zdecydowanie różnią się pod względem liberalizacji systemu finansowego (Towar, Quispe-Agnoli 2008) – największe osiągnięcia w tym zakresie notuje się w Argentynie i Chile, podczas gdy Brazylia, a także Wenezuela i Kolumbia wciąż stoją przed zasadniczymi reformami.

| Rosja

Analizy systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji wskazują na niedostatki instytucjonalne, nieefektywny system prawny i słabą ochronę inwestorów jako główne problemy. Taka charakterystyka przyczyniła się jednocześnie do powstawania i obserwowanego współcześnie intensywnego rozwoju grup kapitałowych (finansowo-przemysłowych lub przemysłowych), których głównym zadaniem jest przede wszystkim zapewnienie bezpieczeństwa prowadzenia działalności gospodarczej poprzez gwarancję egzekwowania prawa (Springer 2001). Oznacza to, że głównym problemem z zakresu nadzoru korporacyjnego jest konflikt między akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi. Konflikty te przejawiają się w klasycznych metodach dotyczących transferu wartości ze spółki, rozwodnienie akcjonariatu, opóźnienia lub blokowanie wypłat dywidendy, ograniczenie dostępu do informacji o spółce, wrogie bankructwa (Lazareva, Rachinsky, Stepanov 2007). Tego typu praktyki nie tylko są dopuszczane w przypadku prywatnych spółek, lecz także w przypadku przedsiębiorstw kontrolowanych przez państwo (Radygin 2007). Dodatkowo, rosyjskie spółki kontrolowane są przez wpływowych oligarchów i silnie wykorzystują kontakty z polityką (Hill 2004). Powiązania sfery biznesu i polityki są bardzo ważną cechą charakteryzującą rosyjski system nadzoru korporacyjnego, ale stanowią również bardzo ważny element decydujący o sukcesie lub porażce spółki. Formalne i nieformalne powiązania polityków z oligarchami owocują w preferencyjnych warunkach zamówień i kontaktów oraz wydawania licencji i innych zezwoleń.

| Indie

Dynamiczny rozwój gospodarczy Indii skutkuje rosnącym zainteresowaniem rynkiem kapitałowym oraz nadzorem korporacyjnym. Należy jednak wziąć pod uwagę, iż dominującą formą działalności są grupy kapitałowe, zwane domami biznesowymi (ang. *business houses*), które są silnie zdywersyfikowane, składają się z wielu przedsiębiorstw, działają w bardzo wielu, często niepokrewnych branżach (Rama Varma 1997: 8–12). Podobnie jak w innych krajach, hinduskie

spółki bardzo intensywnie wykorzystują struktury piramidowe i wielostronne powiązania kapitałowe w ramach kontrolującej grupy rodziny oraz powiązania nieformalne między poszczególnymi członkami rodziny i kadry zarządzającej (Khanna 2007: 7–12). Choć w ostatnich latach obserwuje się upraszczanie struktury własności, koncentracja własności i kontrola ze strony rodziny-założyciela oraz jej dominacja wśród członków rady pozostanie jedną z głównych cech hinduskich spółek (Kumar Dey, Kumar Chauhan 2009; Waknis 2007). Należy jednak wiedzieć, iż standardy nadzoru korporacyjnego w Indiach są dość wysokie, szczególnie w kontekście poziomu rozwoju tego kraju. Przykładowo, w analizie amerykańskiej agencji Governance Metrics International (GMI) Indie uzyskały ogólną średnią ocenę na poziomie 4,91 (w skali ocen od 1 do 10), co uplasowało ten kraj na 19 miejscu wśród badanej grupy (pierwsze miejsce zajęła Irlandia z wynikiem 7,25, Stany Zjednoczone zajęły 5 miejsce z wynikiem 7,15, a Polskę sklasyfikowano na 11 pozycji z wynikiem 5,77). Choć w grupie analizowanych spółek liczba przedsiębiorstw z Indii nie była wysoka, to jednak badanie pokazuje znaczenie standardów *corporate governance* wśród hinduskich spółek (Rocks 2009). Ponadto, 68% badanych respondentów, biorących udział w badaniu KPMG, podkreśliło poprawę standardów nadzoru korporacyjnego po wprowadzeniu klauzuli 49, czyli obowiązku złożenia oświadczenia o stosowaniu zasad nadzoru korporacyjnego przez spółki giełdowe. Największym zgłaszanym przez respondentów problemem jest słaba kontrola ze strony rady, słaba efektywność komitetów w radzie oraz ryzyko działania insiderów realizujących prywatne korzyści (KPMG 2009: 5–8).

| Chiny

Mimo wdrażanych zmian chiński *corporate governance* cechują niskie standardy ochrony inwestorów, dominacja własności państwowej, znaczna ingerencja państwa w system ekonomiczny oraz bliskie relacje między członami zarządów i rad nadzorczych chińskich spółek z partią. Oznacza to jednocześnie wczesny etap rozwoju systemu w tym kraju i występowanie klasycznych problemów nadzorczych, znanych z krajów rozwijających się i transformujących się, jak np. konflikty między akcjonariuszami dominującymi a mniejszościowymi (Clarke 2008: 20–30). Ponadto, oczekiwania związane z procesami prywatyzacji i rosnącym znaczeniem akcjonariatu prywatnego okazały się niespełnione. Dominacja własności państwowej jest bardzo znaczna. Szacuje się, że pośrednio lub bezpośrednio w rękach państwa znajduje się około 50% akcji spółek pozostających w obrocie, a 80% spółek jest kontrolowanych przez państwo. Chińskie spółki mają tendencję do budowania grup kapitałowych zdominowanych przez państwo występujące pod różnymi jego formami. W efekcie, pomimo pozornego rozproszenia własności, pełna kontrola nie tylko jest w rękach jednego akcjonariusza, ale tym akcjonariuszem jest państwo. Oznacza to de facto brak zasadniczych zmian jakościowych w strukturze chińskich spółek. W Chinach funkcjonują także akcje będące w posiadaniu państwa oraz osób prawnych, do których zalicza się również państwo i różne agencje rządowe. Znaczny udział w tych papierach wartościowych mają akcje wyłączone z obrotu giełdowego, co oznacza duże możliwości kontroli i wpływu ze strony akcjonariusza posiadającego takie akcje i niskie ryzyko rozproszenia akcjonariatu czy przeprowadzenia transakcji wrogich przejęć.

Jednocześnie otwartą kwestią pozostaje dalszy rozwój chińskich spółek w kontekście zmian na rynku (rosnący wpływ globalizacji, rozwój sektora prywatnego) i reform z zakresu nadzoru

korporacyjnego, które wdraża rząd chiński. Spółki oparte na wyłącznej kontroli państwa notują niskie wyniki w zakresie efektywności i zyskowności, a wiele z nich funkcjonuje dzięki rządowym subwencjom. Dodatkowo, presja ze strony rozwijających się firm prywatnych może jeszcze te wyniki pogorszyć. Jednak kluczowy jest kierunek dalszej polityki rządu Chin i zakres wdrażanych procesów prywatyzacyjnych. Wiadomo bowiem, iż chińskie władze bardzo niechętnie patrzą na możliwość wzrostu kontroli inwestorów zagranicznych i specjaliści raczej nie przewidują zmian w tym zakresie. W efekcie, wdrażane są reformy z zakresu nadzoru korporacyjnego (Xi 2006: 20–25).

| Podsumowanie

Niniejszy artykuł został poświęcony przybliżeniu systemu *corporate governance* w gospodarkach wschodzących, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu reform na ich kształt. Analizie poddano cztery największe gospodarki rozwijające się, czyli Brazylię, Rosję, Indie i Chiny. Przeprowadzona analiza wskazuje, iż wysiłki na rzecz reform nadzoru korporacyjnego podejmowane są także w gospodarkach wschodzących, których specyfika przyczyniła się do wykształcenia innych narodowych systemów i innych problemów *corporate governance*. Różne są także efekty wdrażania reform nadzoru korporacyjnego, a zmiany jakościowe następują w analizowanych krajach dość powoli.

B i b l i o g r a f i a

Aguilera, R. (2008) *Comparative analysis of corporate governance systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela*. Dostępny na: www.ssrn.com/abstract=1147749 (25.02.2010).

Berglöf, E., Claessens, S. (2004) *Enforcement and corporate governance*. World Bank Policy Research Working Paper nr 3409.

Clarke, D. (2008) *The ecology of corporate governance in China*. George Washington University Law School, Public Law and Legal Theory Working Paper nr 433. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1245803> (25.02.2010).

Code of best practice of corporate governance (Brazil). Dostępny na: http://www.ecgi.org/codes/documents/lbgc_may2004.pdf

Code of Corporate Governance for Listed Companies in China. Dostępny na: http://www.ecgi.org/codes/documents/code_en.pdf (01.03.2010).

Confederation of Indian Industry (CII). Dostępny na: <http://www.cii.in> (01.03.2010).

Corporate Governance Codes and Principles in Russia. Dostępny na: http://www.ecgi.org/codes/documents/final_code_english.pdf (01.03.2010).

Country Report: Voluntary Corporate Governance Code in Brazil, Latin American Roundtable on Corporate Governance (2007). 10-11 October, Medellin, Colombia. Dostępny na: <http://www.oecd.org/dataoecd/4/47/39741021.pdf>

Gregory, H., Millstein, I. (2008) *Corporate governance. Brazil*. Dostępny na: http://www.araujopolicastro.com.br/download.asp?file=Getting_the_Deal_Through_-_Corporate_Governance.pdf (01.03.2010).

GovernanceMetrics International (2008). Dostępny na: <http://www.gmiratings.com> (01.03.2010).

Hill, J. (2004) *Comparative corporate governance and Russia – coming full circle*. W: Docker-Mach, G., Ziegler, K. (red.) *Law, legal culture and politics in the 21st century – Essays in honor of Alice Enkson*, Verlag: Franz Steinver.

Khanna, A. (2007) *Bharat versus Indian firm valuations and shareholdings? Geography and business groups explain what law and finance has not*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=891401> (25.02.2010).

Kochetygova, J., Shvyrkov, O. (2006) *Corporate governance practices in Russia and the implementation of the Corporate Governance Code*. Dostępny na: <http://www.ebrd.com/pubs/legal/lit061j.pdf> (25.02.2010).

KPMG (2009) *The state of corporate governance in India*. Dostępny na: http://www.in.kpmg.com/TL_Files/Pictures/CG%20Survey%20Report.pdf (01.03.2010).

Kumar Dey, D., Kumar Chauhan, Y. (2009) Board composition and performance in Indian firms: A comparison. *The Icfai Journal of International Business*, 8, s. 7–19.

Lazareva, O., Rachinsky, A., Stepanov, S. (2007) *A survey of corporate governance in Russia*. Centre for Economic and Financial Research at New Economic School, CEFIR/ NEW Working Paper nr 103.

Li, L., Naughton, T., Hovey, M. (2009) *A review of corporate governance in China*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1233070> (25.02.2010).

Lopez-de-Silanes, F., Chong, A. (2003) *The truth about privatization in Latin America*. Yale ICF Working Paper nr 03–29. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=464460> (25.02.2010).

Malkiel, B., Taylor, P. (2009) *From Wall Street to the Great Wall. How investors can profit from China's booming economy*. New York: W.W. Norton & Company.

Marisetty, V., Subrahmanyam, M. (2004) *Group affiliation and performance of Initial Public Offerings in the Indian stock market*. NYU Working Paper nr FIN 05-038.

McGee, R., Preobragenskaya, G. (2004) *Recent developments in corporate governance in Russia*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=480702> (25.02.2010).

- Morck, R.** (2005) *History of corporate governance around the world*, NBER.
- Morck, R.** (2009) *The riddle of the great pyramids*. NBER Working Paper no 14858.
- Perkins, S., Morck, R., Young, B.** (2008) *Innocents abroad: The hazards of international joint ventures with pyramidal group firms*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1097265> (25.02.2010).
- Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies*. Dostępny na: <http://www.csrc.gov.cn/n575458/n4001948/n4002045/n4002240/4075259.html> (01.03.2010).
- Rama Varma, J.** (1997) *Corporate Governance in India: Disciplining the Dominant Shareholder*. Bangalore: Indian Institute of Management, 9(4), s. 5–18.
- Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance*. Dostępny na: <http://www.sebi.gov.in/commreport/corpgov.html> (01.03.2010).
- Report of the SEBI Committee on Corporate Governance* (2003). Dostępny na: <http://www.nfcgindia.org/library/narayanamurthy2003.pdf>
- Rocks, D.** (2009) *Indian Corporate Governance: Substandard, But Better Than Most Emerging Markets*. Dostępny na: http://www.businessweek.com/globalbiz/blog/eyeonasia/archives/2009/01/indian_corporat.html (01.03.2010).
- Rogers, P., Dami, A., Ribeiro, K, Sousa, A.** (2006) *Corporate governance and ownership structure in Brazil: Causes and consequences*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=976198> (25.02.2010).
- Springer, C.** (2001) *Ownership and corporate governance in Russian industry: A survey*. Dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=333705> (25.02.2010).
- Tovar, C., Quispe-Agnoli, M.** (2008) *New financing trends in Latin America: w New financing trends in Latin America: a bumpy road towards stability*. Bank of International Settlements, Working Paper, no. 36. Dostępny na: www.ssrn.com/abstract=1191022 (25.02.2010).
- Waknis, S.** (2007) *Corporate governance: The Tata way*. *The Icfai Journal of International Business*, 6, s.46–57.
- Xi, Ch.** (2006) *In search of an effective monitoring board model: Board reforms and the political economy of corporate law in China*. *Connecticut Journal of International Law*, 22.

Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął

Dr Izabela Kołodkiewicz | Akademia Leona Koźmińskiego | izabela@alk.edu.pl

| Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie głównych kierunków zmian w obszarze nadzoru korporacyjnego, jakie zostały zainicjowane kryzysami z lat 2001–2002 oraz obecnym kryzysem finansowym. Przy czym szczególną wagę przyłożono do określenia ich podobieństw i różnic. Ponadto jest on także próbą podsumowania wyników reformatorskich działań, aczkolwiek w przypadku ostatniego kryzysu należy raczej mówić o sygnałach informujących o pierwszych konsekwencjach wprowadzanych zmian.

| Wprowadzenie

Wyniki debaty łączącej system nadzoru korporacyjnego z kryzysem finansowym, która toczyła się w latach 2007–2009, wskazują, że okresy między rokiem 2001 a 2002 i między 2007 a 2009, będą postrzegane jako ważne w procesie podnoszenia skuteczności systemu nadzoru. Podobnie jak na początku XXI wieku, pod koniec jego pierwszej dekady impulsem do podjęcia dyskusji o potrzebie jego zreformowania były upadki znanych amerykańskich korporacji. Wśród czynników odpowiedzialnych za to zjawisko wymieniano m.in. dysfunkcje mechanizmów nadzoru.

Celem artykułu jest przedstawienie głównych kierunków zmian w obszarze nadzoru korporacyjnego, jakie zostały zainicjowane kryzysami z lat 2001–2002 oraz obecnym kryzysem finansowym. Przy czym szczególną wagę przyłożono do określenia ich podobieństw i różnic. Ponadto jest on także próbą podsumowania wyników reformatorskich działań, aczkolwiek w przypadku

ostatniego kryzysu należy raczej mówić o sygnałach informujących o pierwszych konsekwencjach wprowadzanych zmianach. Obecnie nadal dominuje dyskusja na temat wypracowanych do tej pory propozycji rozwiązań, a przejście do fazy wdrożenia ich w życie, wciąż pozostaje w dużej mierze jeszcze w sferze zamierzeń.

1 | Podstawowe reformy *corporate governance* – po epoce agresywnej rachunkowości

W latach 2001 i 2002 Enron, World Com, Adelphia oraz wiele innych spółek z sektora przedsiębiorstw (zob. tabela 1) pozostawiło swoich akcjonariuszy bogatszych o bolesne doświadczenia

Tabela 1 | Fluktuacja cen akcji spółek użytkowników „kreatywnej rachunkowości” w latach 1999–2001¹

Spółka/Przedmiot śledztwa	Cena akcji (USD)		
	1999	2000	2001
Dynergy zanizone długi	17,6 (122,2)	56,1 (218,3)	25,5 (–54,5)
Enron zawyżone przychody	44,4 (55,5)	83,1 (87,3)	0,6 (–99,3)
K-Mart fałszywa sprawozdawczość finansowa	10,1 (–34,3)	5,3 (–47,2)	5,5 (2,8)
Lucent dekretowanie przychodów z góry	75,0 (36,4)	13,5 (–82,0)	6,3 (–53,3)
Qwest wydajność transakcji swap	72,0 (11,4)	40,8 (–43,2)	14,1 (–65,4)
Rteliant Energy kupno/sprzedaż papierów wartościowych w krótkim czasie (np. zakup i sprzedaż tych samych akcji tego samego dnia)	22,9 (–28,6)	43,3 (89,3)	26,5 (–38,7)
Tyco nieprawidłowo oszacowana wartość kapitałowa aktywów niematerialnych	39,0 (3,4)	55,5 (42,3)	58,9 (6,3)
Williams kupno/sprzedaż papierów wartościowych w krótkim czasie (np. zakup i sprzedaż tych samych akcji tego samego dnia)	30,6 (–2,0)	39,9 (30,6)	25,5 (–36,1)
WorldCom kapitalizacja kosztów bezpośrednich, zawyżone/przeszacowane zyski	53,1 (10,9)	14,1 (–73,5)	14,1 (0,1)

Źródło: MacAvoy, Millstein (2003: 85) – modyfikacja IK.

W nawiasach podane zostały roczne procentowe koszty zwrotu dla akcjonariusza.

¹ Tabela prezentuje wyniki formalnego śledztwa, które przeprowadziła w okresie obejmującym połowę 2001 i 2002 roku amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełdy (Security and Exchange Commission) w 9 z największych 100 korporacji podejrzanych o składanie niezgodnych z prawdą raportów finansowych.

z zakresu agresywnej rachunkowości i z wciąż powracającym pytaniem: „co robiły rady dyrektorów tych spółek, aby tym zdarzeniom zapobiec?” (słynne *where was the board? czy where were directors?* często gościły na łamach prasy).

Następstwem tak spektakularnych upadków była erupcja reform w sferze *corporate governance* w latach 2002–2003. Miały one na celu eliminację zidentyfikowanych źródeł patologii w systemach nadzoru. Reformatorskie działania wyrażały się, w zależności od potrzeb, albo w ramach twardego prawa, albo przez tworzenie nowych zbiorów dobrych praktyk z zakresu nadzoru korporacyjnego lub też weryfikację i aktualizację już istniejących. Wiązało się to tym samym z wejściem w sferę miękkiego prawa i stosowanie zasady: „zastosuj albo wyjaśnij dlaczego nie stosujesz – *comply or explain*”.

Najbardziej znanym przykładem zmian regulacji prawnych jest, przyjęta w 2002 roku przez Kongres Stanów Zjednoczonych, ustawa Sarbanse – Oxley Act (SOX). Zawiera ona szereg zapisów mających na celu wzmocnienie dyscypliny w systemach nadzoru korporacyjnego spółek i dzięki temu osiągnięcie wzrostu ich skuteczności (zob. tabela 2). Warto dodać, że SOX miała zarówno zwolenników, jak i zdecydowanych przeciwników (Jackson 2008: 192–193).

Tabela 2 | Sfery nadzoru korporacyjnego uwzględnione w ustawie SOX

- ▶ wymagania dotyczące kontroli wewnętrznej (dział 404 ustawy SOX)
- ▶ odpowiedzialność kierownictwa spółki (dział 302 ustawy SOX)
- ▶ pożyczki dla menedżerów
- ▶ niezależność audytorów i nadzór nad ich działalnością
- ▶ niezależność i odpowiedzialność członków rady dyrektorów
- ▶ niezależność analityków
- ▶ ściganie przestępstw korporacyjnych
- ▶ nowe zasady rachunkowości
 - ▶ rachunkowość opcji na akcje
 - ▶ rachunkowość podmiotów specjalnego przeznaczenia

Źródło: Jackson (2008: 194).

W Europie aktywność reformatorów przejawiała się głównie w tworzeniu nowych wersji zbiorów rekomendacji dotyczących *corporate governance* lub ich aktualizacji. Przykładowo w Wielkiej Brytanii prace podjęte w 2003 roku przyniosły zestaw trzech dokumentów, zawierających zapisy odnoszące się do tak ważnych składowych systemów nadzoru korporacyjnego, jak: efektywność działania niewykonawczych członków rady dyrektorów (The Higgs Report: *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*), komitet audytu (*Audit Committees – Combined Code Guidance: the Smith Report*); została również opracowana nowa wersja *The Combined Code on Corporate Governance*. Obok Wielkiej Brytanii, nowe wersje kodeksów uwzględniające doświadczenia płynące z upadków spółek, które były liderami w zakresie stosowania oszustw księgowych, pojawiły się w wielu innych krajach (Austria, Belgia, Niemcy, Australia, Kanada).

Konieczność zmian dostrzegły także instytucje międzynarodowe zaangażowane w szerzenie dobrych praktyk w sferze nadzoru korporacyjnego. I tak efektem pracy Grupy Sterującej OECD ds. nadzoru korporacyjnego (the OECD Steering Group on Corporate Governance) było przyjęcie w 2004 roku nowej wersji *OECD Principles of Corporate Governance* (22 kwietnia 2004 roku; pierwsza wersja tych praktyk pojawiła się w maju 1999 roku). Wypracowane rekomendacje dotyczyły takich sfer, jak (OECD 2004):

- prawa wspólników/akcjonariuszy oraz najważniejsze funkcje właścicielskie,
- równoprawne traktowanie wspólników/akcjonariuszy,
- rola interesariuszy w procesach nadzoru korporacyjnego,
- jawność i przejrzystość,
- zakres odpowiedzialności organu spółki.

Podsumowując, główne reformy w sferze nadzoru korporacyjnego, będące odpowiedzią na fałszowanie sprawozdań finansowych przez spółki, szły w kierunku (zob. szerzej Kołodkiewicz 2004):

- zapewnienia wiarygodności sprawozdań finansowych spółek, w tym stosowania nowych wymogów dotyczących prowadzenia audytu i wzrostu znaczenia niezależności audytorów;
- poprawy efektywności (usprawnienia) wewnętrznego mechanizmu nadzoru, tj.: rady dyrektorów/rady nadzorczej, przez tworzenie w radzie komitetu audytu²;
- wzrostu przejrzystości spółek.

2 | *Corporate governance* a kryzys finansowy 2007–2009

Jednym z widocznych efektów reform w systemie nadzoru, rozpoczętych po 2002 roku, była poprawa wiarygodności sprawozdań finansowych spółek. Opinię tę potwierdzają m.in. doświadczenia spółek usuniętych w 2008 roku z indeksu S&P500, ich problemy nie były bowiem następstwem oszustw księgowych (Cheffins 2009: 31).

Materiału do krytycznej debaty na temat istniejących rozwiązań w sferze nadzoru dostarczyły natomiast systemy wynagradzania kadry zarządzającej dużych instytucji finansowych. Sytuację dodatkowo zaostrzyły informacje o wysokości zarobków i odpaw prezesów banków, które znalazły się w bardzo trudnej sytuacji finansowej, np. Lehman Brother czy Fannie Mae (tabela 3).

² Działalność komitetu audytu została zapoczątkowana w krajach anglosaskich.

Tabela 3 | „Złe praktyki” wynagrodzeń prezesów amerykańskich banków

James Cayne, prezes banku hipotecznego Bear Stearns

- lipiec 2007 roku bank po raz pierwszy informuje o stratach, a w 8 miesięcy później stoi na skraju bankructwa, uratowało go przejęcie przez JP Morgan Chase
- w 2007 roku James Cayne zarobił 38 mln dolarów

Richard Fuld jr., prezes Lehman Brothers (bank zbankrutował)

- gdy odchodził straty banku były na poziomie ok. 10 mln dolarów, a cena akcji w krótkim czasie spadła o 95%
- w 2007 roku Richard Fuld zarobił 34 mln dolarów; a w ciągu minionych 10 lat otrzymał ponad 450 mln USD
- w 2006 roku otrzymał nagrodę dla najlepszego prezesa firmy finansowej

W 2007 roku 11 największych banków zapłaciło swoim prezesom – 234 mln dolarów:

- Daniel Mudd, były prezes Fannie Mae – w 2007 roku zarobił 11,6 mln dolarów
- Richard Syron, były prezes Freddie Mac – w 2007 roku zarobił 18,3 mln dolarów

Po 2004 roku wynagrodzenie przeciętnego amerykańskiego prezesa wynosiło 18,8 mln dolarów:

- w 2004 roku wynagrodzenie przeciętnego prezesa stanowiło 280-krotność wynagrodzenia przeciętnego robotnika
- po 2004 roku wynagrodzenie przeciętnego prezesa stanowiło 520-krotność wynagrodzenia przeciętnego robotnika

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bojanowski (2008); Bosacki (2008); Bogle (2009: 148).

Obok wynagrodzenia kadry menedżerskiej, autorzy raportu OECD *Corporate Governance and the Financial Crisis* (June 2009) wyróżnili jeszcze trzy inne obszary w systemach nadzoru korporacyjnego, które postrzegali jako źródło obecnych problemów:

- system zarządzania ryzykiem,
- praktyka działania rad dyrektorów/rad nadzorczych,
- wykonywanie praw przez akcjonariuszy.

Każdy z tych obszarów został poddany dokładnej analizie, w celu identyfikacji źródeł ich dysfunkcji. W jej wyniku za kluczowe czynniki odpowiedzialne za niską skuteczność stosowanych systemów wynagrodzeń i brak realizacji stawianych przed nimi celów uznano: (OECD 2009: 7–8):

- możliwość angażowania się kadry zarządzającej w negocjacje oraz podejmowanie decyzji dotyczących budowy ich pakietów wynagrodzeń,
- brak powiązania między wysokością wynagrodzenia kadry zarządzającej a wynikami spółki,
- nadmierną złożoność systemów wynagrodzenia, umożliwiającą stosowanie rozwiązań, które mogą sprzyjać podejmowaniu nadmiernego ryzyka lub pozwalających na ukrywanie rzeczywistej sytuacji przez kadrę zarządzającą;
- strukturę pakietu wynagrodzenia, sprzyjającą podejmowaniu krótkookresowej orientacji działania.

W przypadku systemu zarządzania ryzykiem, autorzy raportu za podstawowe źródła jego słabości przyjęli (OECD 2009: 8–9; Kirckpatrick 2009): brak uwzględnienia potrzeb organizacji

w zakresie ryzyka i dopasowania go do jej strategii; odseparowanie menedżerów zajmujących się ryzykiem od kadry zarządzającej (problem przepływu informacji); bierność rady, a przede wszystkim jej brak wiedzy na temat ryzyka, które może pojawić się w spółce.

Z kolei za główne słabości praktyki działania rad zostały uznane (OECD 2009: 9–10): brak odpowiednich kompetencji w radzie, wyrażających się zdolnością do obiektywnych i niezależnych sądów; brak rozdziału funkcji prezesa (CEO) i przewodniczącego rady w radzie dyrektorów³; słabe zaangażowanie akcjonariuszy w wybór członków do rady.

W sferze wykonywania praw przez akcjonariuszy, jako kluczowe czynniki dysfunkcji twórcy raportu OECD zakwalifikowali natomiast (OECD 2009: 10–11): brak podtrzymania wspólnoty interesów akcjonariuszy i kadry zarządzającej, w tym dominację orientacji krótkoterminowej; pasywność akcjonariuszy, a szczególnie inwestorów instytucjonalnych (niski poziom wykorzystania posiadanego prawa głosu); brak zaangażowania spółek w budowę konstruktywnych relacji z akcjonariuszami.

Mimo zidentyfikowanych słabości w wymienionych powyżej obszarach nadzoru korporacyjnego, autorzy raportu OECD *Corporate Governance and the Financial Crisis* (June 2009) nie widzieli potrzeby podjęcia prac nad przygotowaniem nowej wersji rekomendacji OECD. Zaproponowali jednak propozycje działań, których implementacja umożliwiłaby usunięcie zidentyfikowanych słabych stron (zob. tabela 4).

Ich zdaniem obecne zasady dobrych praktyk są dobrym punktem wyjścia budowy sprawnego systemu nadzoru w spółce. Zdecydowanym problemem jest natomiast ich implementacja w praktyce. Za konieczne uznali zatem podjęcie działań wspierających ich skuteczne wdrożenie (OECD 2009: 7). Można przyjąć, że obecnie jest to największe wyzwanie, z jakim muszą się zmierzyć reformatorzy systemu nadzoru korporacyjnego. Jego realizacja w praktyce nie będzie łatwa, co potwierdzają dotychczasowe doświadczenia w zakresie reformowania sfery *corporate governance*. Szczególnie trudno przyjmuje reformy rada dyrektorów/rada nadzorcza. Zarówno na początku dekady, jak i dzisiaj reformatorzy poświęcają radzie dużo miejsca w toczonych debatach i proponowanych projektach reform. Jak mantra przewija się w nich kwestia niezależności jej członków, jak również ich kompetencji. Należy podkreślić, że praktycznie wszystkie do tej pory opublikowane dokumenty odnosiły się do tych zagadnień (np. rekomendacje OECD z 2004 oraz raport OECD z 2009 roku; uwzględniała je też ustawa SOX, 2002).

Dochodzące ze Stanów Zjednoczonych głosy również wskazują, że zmiany proponowane w sferze nadzoru korporacyjnego nie będą tak rewolucyjne, jak te wdrożone po kryzysie wywołanym oszustwami księgowymi spółek. Zdaniem Jeffa Steina, partnera z King&Spalding LLP, wśród zmian proponowanych przez Kongres oraz SEC nie należy się spodziewać tak ostrych regulacji prawnych, jak przyjęcie SOX Section 404 (Stein 2010: 20).

³ Kwestia ta dotyczy ok. 75% amerykańskich korporacji, w których dyrektor generalny spółki (CEO) pełni jednocześnie funkcję przewodniczącego rady dyrektorów (Kaen 2003: 178).

Tabela 4 | Propozycje rozwiązań mające na celu eliminację obecnych źródeł dysfunkcji w systemach nadzoru korporacyjnego

Składowa systemu	Propozycje rozwiązań
Wynagrodzenia dla kadry zarządzającej	<ul style="list-style-type: none"> • wzrost przejrzystości stosowanego systemu wynagradzania; spółka powinna umieć wytłumaczyć w jaki sposób osiągane przez nią wyniki są powiązane z wynagrodzeniem kadry zarządzającej (w tym: koszty programu, kryteria wyników oraz jak system wynagradzania jest powiązany z ryzykiem) • celem systemu wynagrodzenia powinna być budowa orientacji kadry zarządzającej na długookresowe cele (konieczność wprowadzenia instrumentów wynagradzających kadre zarządzającą w momencie realizacji założonych celów w zakresie wyników) • wzrost dopasowania systemu wynagrodzenia na potrzeby spółki (zwiększenie elastyczności w zakresie wykorzystywanych rozwiązań) • dobrą praktyką powinno być zapewnienie dobrych standardów nadzoru w procesie jego tworzenia, w tym wzrost zaangażowania w ten proces niewykonawczych i niezależnych członków rady • dobrą praktyką powinno być przedstawienie polityki w zakresie wynagrodzeń na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy i poddanie jej pod osąd akcjonariuszy • instytucje finansowe powinny stosować rekomendacje zawarte w <i>The Principles for Sound Compensation Practices</i> opracowane przez Financial Stability Forum
System zarządzania ryzykiem	<ul style="list-style-type: none"> • zarówno spółki z sektora przedsiębiorstw, jak i sektora finansowego powinny identyfikować ryzyko operacyjne, strategiczne i rynkowe oraz to wynikające z ich specyfiki (większe wyzwania stoją przed instytucjami finansowymi) • celem systemu zarządzania ryzykiem jest jego zrozumienie, zarządzanie nim oraz w razie potrzeby odpowiednie komunikowanie; instytucje ustanawiające prawo czy dobre praktyki powinny mieć świadomość, że celem efektywnego zarządzania ryzykiem nie jest eliminacja ryzyka • rada powinna dokonywać przeglądów oraz dostarczać wytycznych wiążących strategię organizacji z podejściem/orientacją na ryzyko oraz dotyczących wewnętrznej struktury zarządzania ryzykiem • dobrą praktyką powinno być zapewnienie niezależności zarządzania ryzykiem i funkcji kontroli od centrów zysków oraz niezależność raportowania • jawność procesu zarządzania ryzykiem i wyników oceny ryzyka; komunikacja z rynkiem • dobre praktyki nadzoru korporacyjnego powinny w większym stopniu zawierać rekomendacje dotyczące zarządzania ryzykiem – wzrost świadomości oraz zwiększenie stopnia implementacji zaleceń
Rada dyrektorów/ rada nadzorcza	<ul style="list-style-type: none"> • budowa kompetentnej i niezależnej rady (równowaga między formalną niezależnością a niezbędnymi w radzie kompetencjami) • wzrost zaangażowania akcjonariuszy w budowę rady • rozdział funkcji prezesa (CEO) i przewodniczącego rady w radzie dyrektorów • dobrą praktyką powinna być budowa przez radę polityki skierowanej na identyfikację zbioru najlepszych umiejętności rady; identyfikacja profesjonalnych umiejętności prowadzących do wzrostu efektywności rady
Wykonywanie praw przez akcjonariuszy	<ul style="list-style-type: none"> • konieczność powiązania interesów akcjonariuszy i kadry zarządzającej w perspektywie długookresowej • potrzeba wzrostu aktywności akcjonariuszy; w szczególności inwestorów instytucjonalnych • większa orientacja spółek na budowę relacji ze swoimi akcjonariuszami • ograniczanie barier w głosowaniu akcjonariuszy, wprowadzenie możliwości głosowania na odległość przez internet • eliminacja barier ograniczających udział w WZA (np. blokowanie akcji); wdrażanie mechanizmów umożliwiających wzrost uczestnictwa na WZA (np. głosowanie przez internet)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: OECD (2009); Kirkpatrick (2009).

Do największych zmian jakich należy oczekiwać w odniesieniu do działalności rad, oprócz tych zidentyfikowanych przez ekspertów OECD, J. Stein zaliczył także zmianę podejścia rady dyrektorów do strategii spółki. Do przeszłości powinna już odejść praktyka, gdy rada zajmowała się strategią tylko raz w roku. Obecnie rada powinna odnieść się do niej praktycznie na każdym swoim spotkaniu (Stein 2010: 21).

3 | Pierwsze efekty działań reformatorskich w sferze nadzoru korporacyjnego – po kryzysie finansowym

Od identyfikacji źródeł patologii w nadzorze korporacyjnym i określenia kierunków w jakim powinny pójść działania naprawcze i zaproponowania konkretnych rozwiązań upłynęło niewiele czasu, jednak już w 2010 roku zaczęły się pojawiać w literaturze przedmiotu doniesienia informujące o pierwszych wynikach wdrożenia proponowanych reform. Dotyczyły one głównie zmian wprowadzanych na poziomie rady dyrektorów/rady nadzorczej.

Interesujących obserwacji, dotyczących zaangażowania rady w zarządzanie ryzykiem, dostarczyły badania przeprowadzone na próbie 20 dużych banków działających w Europie i Ameryce Północnej, których aktywa na koniec 2008 roku, były na poziomie przynajmniej 300 mld USD. W centrum uwagi badaczy znalazły się takie kwestie, jak (Mongiardino, Plath 2010: 117):

- komitety ds. ryzyka obecne w radzie oraz częstotliwość ich spotkań,
- skład komitetów ds. ryzyka⁴,
- obecność dyrektora ds. ryzyka (ang. *Chief Risk Officer* – CRO), sposób jego raportowania oraz jego pozycja w strukturze organizacji.

Wyniki badań, przeprowadzonych na podstawie raportów rocznych, stron internetowych badanych banków oraz przesłanych przez nie materiałów do akcjonariuszy przed WZA (ang. *proxy statements*) z lat 2007–2009, wskazują, że można już dostrzec pewien, aczkolwiek ograniczony, postęp w procesie wprowadzania zmian. Między innymi zaobserwowano wzrost liczby banków (wśród badanych 20 podmiotów), w radach których zaczęto tworzyć komitety ds. ryzyka (zajmujących się wszystkimi rodzajami ryzyka). W pozostałych bankach, odpowiedzialność za kwestie związane z zarządzaniem ryzykiem nadal pozostawała na komitecie audytu. Warto dodać, że tworzenie w radzie komitetu ds. ryzyka zaczyna być już postrzegane jako dobra praktyka.

Niestety jeżeli chodzi o kwestie związane ze składem tych komitetów oraz częstotliwość ich spotkań, to w ciągu minionych dwóch lat nie dokonano w tych obszarach praktycznie żadnych zmian na lepsze. Zarówno częstość spotkań, jak i kompetencje członków tych komitetów nadal wymagają poprawy (np. w 2008 roku tylko w radach pięciu banków komitety ds. ryzyka spotkały się przynajmniej 6 razy; aczkolwiek bank Santander był zdecydowanym liderem, jego komitet odbył 102 posiedzenia). Niewiele w tym czasie zmieniło się także w kwestii pozycjonowania dyrektora ds. ryzyka (CRO). Zaledwie tylko kilka banków posiadało procedurę raportowania przez CRO tak do wyższej kadry zarządzającej, jak i do samej rady. Niezrealizowanym wciąż zadaniem pozostaje budowa silnych relacji między CRO i radą.

⁴ Według badaczy tworzony w radzie komitet ds. ryzyka powinien zajmować się wszystkimi potencjalnymi rodzajami ryzykami. Zakres działań tego typu komitetu powinien być szerszy niż domena działalności komitetu zajmującego się ryzykiem, które wynika ze specyfiki działania spółki.

Zdaniem Alessandry Mongiardino i Chrisa Platha, wyniki badań nie napawają optymizmem. Tak słaby zakres implementacji proponowanych reform nie wróży zbyt dobrze. Świat zaczyna już powoli wychodzić z kryzysu i tym samym bodźce na wprowadzanie zmian zaczynają słabnąć (Mongiardino, Plath 2010: 121–122).

Ciekawych informacji na temat zmian w radach dyrektorów dostarcza również analiza wyników badań przeprowadzonych w 2009 roku, na potrzeby stworzenia indeksu *Spencer Stuart Board Index*. Porównanie ich wyników do wyników tego indeksu z lat ubiegłych wskazuje, że zmiany zaszły głównie w takich obszarach, jak (Daum 2010) :

- coroczny wybór dyrektorów (ang. *annual elections of directors*) – w 2009 roku zwyczaj ten zaadoptowało już 68% rad spółek z indeksu S&P 500;
- ograniczenie liczby rad w jakich mogą zasiadać dyrektorzy danej rady – w 2009 roku 67% spółek z indeksu S&P 500 wyznaczyło swoim dyrektorom liczbę rad, w których mogą być członkami, natomiast w 2006 roku zrobiło to tylko 27% spółek;
- potrzeba wzrostu zaangażowania rady w dyskusję na temat strategii spółki – w 2009 roku deklarowało ją 67% spółek, a w 2008 roku – 31%;
- rozdzielenie funkcji prezesa spółki (CEO) od funkcji przewodniczącego – od 10 lat proces ten stopniowo postępuje w amerykańskich spółkach; w 1999 roku w 80% spółek z indeksu S&P 500, funkcje te były połączone, w 2004 roku zjawisko to dotyczyło 74% spółek, a w 2009 roku – 63% badanych;
- zmiana podejścia rady do procesu rekrutacji nowych członków, odejście od praktyki wyboru przez pryzmat kontaktów socjalnych na rzecz przemysłanego procesu selekcji z uwzględnieniem potrzeb rady; w 2009 roku została zaobserwowana różnica w składach rad spółek badanych spółek.

Na zakończenie warto jeszcze dodać, że w dyskusji na temat poprawy działalności amerykańskich rad dyrektorów pojawiają się głosy wskazujące na konieczność „zarządzania radą”. Przede wszystkim akcent kładziony jest na działania związane z samooceną rady. Rada podczas oceny powinna brać pod uwagę m.in. takie kwestie, jak: swój skład, przywództwo; jakie operacyjne procedury powinny ulec poprawie, w tym szczególnie przepływ informacji między członkami rady (w czasie spotkań rady i poza nimi), jak również sposób komunikacji rady z CEO i resztą kadry zarządzającej. A głównym efektem tych działań powinna być poprawa skuteczności jej pracy (Stein 2010: 21).

| Zakończenie

W 2010 roku jesteśmy w punkcie, w którym sfera nadzoru korporacyjnego ponownie znalazła się w centrum zainteresowania zarówno praktyków, jak i badaczy. Składowe systemu *corporate governance* po raz kolejny zostały poddane dokładnej analizie, co pozwoliło na zidentyfikowanie nowych (niewydolność systemu zarządzania ryzykiem) i starych źródeł ich słabości (niska

skuteczność: rad dyrektorów/rad nadzorczych, systemów wynagradzania oraz wykonywanie praw akcjonariuszy). Ponownie zostały też podjęte prace ukierunkowane na ich eliminację. I jak miało to miejsce po kryzysie wynikającym ze stosowania przez spółki agresywnej rachunkowości, tak pewnie i teraz czas pokaże skuteczność tych działań.

Dobrym objawem jest wzrost orientacji reformatorów na podjęcie działań wspierających skuteczne wdrożenie nowych reform. Jednym z ważniejszych oczekiwań, jakie wiążą się z nimi, jest zmiana postaw spółek i wyjście poza *box-ticking* na rzecz pełnego ich zrozumienia konieczności budowy skutecznego systemu nadzoru korporacyjnego.

B i b l i o g r a f i a

- Bogle, J.C.** (2009) *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*. Warszawa: Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Bojanowski, M.** (2008) Pycha, niekompetencja, arogancja i pospolita głupota. *Gazeta Wyborcza*, 1 października.
- Bosacki, M.** (2008) Prezes to brzmiał jak kłopot. *Gazeta Wyborcza*, 16 października.
- Cheffins, B.R.** (2009) Did Corporate Governance „Fail” During the 2008 Stock Market Meltdown? The Case of the S&P500. *Business Lawyer*, 00076899, November, t. 65, wyd. 1, tekst html, s. 1–65.
- Daum, J.H.** (2010) Spencer Stuart Board Index: How Boards Are Changing. *BusinessWeek on Line*, 17 March, tekst html, s. 1–3.
- Jackson, C.W.** (2008) *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda i fałszowaniu sprawozdań finansowych*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kaen, F.R.** (2003) *A Blueprint for Corporate Governance*. American Management Association, Amacom.
- Kirkpatrick, G.** (2009) The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. *Financial Market Trends*, OECD: Pre-publication version for Vol. 2009/1.
- Koładkiewicz, I.** (2004) Globalizacja a nadzór korporacyjny. W: Koładkiewicz, I., Koziół, W. (red.) *Wyzwania globalizacji – odpowiedzi przedsiębiorstw*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW – Wydawnictwo WSPiZ im. L. Koźmińskiego, s. 167–182.
- MacAvoy, P.W., Millstein, I.M.** (2003) *The Recurrent Crisis in Corporate Governance*. New York: Palgrave Macmillan.
- Mongiardino, A., Plath, Ch.** (2010) Risk governance at large banks: Have any lessons been learned?. *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 3,(2), s. 116–123.
- OECD (2004) *Zasady nadzoru korporacyjnego*.
- OECD (2009) *Corporate Governance and the Financial Crisis*. June.
- Stein, J.** (2010) An Interview with Jeff Stein: Board Priorities for 2010. *The Corporate Governance Advisor*, March–April, s. 20–23.
- The Combined Code on Corporate Governance (2003).
- The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors (2003). Audit Committees – Combined Code Guidance (The Smith Report) (2003).

Wynagrodzenia menedżerów – pierwsze wnioski płynące z kryzysu

Dr Magdalena Mikołajek-Gocejna | Katedra Small Businessu, Kolegium Nauk
o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie | magdalena.mikolajek@gmail.com

| Streszczenie

Nie ulega wątpliwości, że kryzys finansowy 2007–2009 obnażył słabości systemów *corporate governance*, dotyczące w głównej mierze czterech obszarów: procesu wynagradzania menedżerów, praktyk rad nadzorczych, zarządzania ryzykiem oraz aktywizmu akcjonariuszy. Artykuł koncentruje uwagę na pierwszym z nich, akcentuje zaś dwa podstawowe elementy efektywnych programów wynagradzania menedżerów: prawidłową konstrukcję takich programów, jak również transparentność informacji dotyczących wynagrodzeń menedżerów. Wydaje się bowiem, że rozwiązania dotyczące tych dwóch elementów stanowią coraz pilniejszą potrzebę biznesową, i to zarówno w kontekście odbudowy zaufania do menedżerów spółek, a przez to do rynków kapitałowych i całego systemu finansowego, jak i w kontekście niezwykle trudnego wyzwania, jakim w warunkach kryzysu i dużego stopnia niepewności działania jest motywowanie kadry zarządzającej do tworzenia wartości.

| Wstęp

W minionym ćwierćwieczu nastąpił bezprecedensowy rozwój rynków finansowych, które z jednej strony stały się kołem zamachowym światowej gospodarki, z drugiej zaś – jak to podkreśla były wiceprezes NBP Krzysztof Rybiński, stały się „hegemonem, któremu podporządkowano wiele decyzji, szczególnie w obszarze polityki pieniężnej, fiskalnej i regulacyjnej” (Rybiński 2008: 36), a „chciwość i żądza zysków wzięły górę nad rozsądną kalkulacją” (Rybiński 2008: 26).

Wydaje się, że problem kryzysu na rynku finansowym jest w ogromnej mierze problemem zaufania do instytucji finansowych, przedsiębiorstw notowanych na giełdach, zwłaszcza w zakresie

udostępnianych przez nich informacji oraz przejrzystości procesu zarządzania i motywacji menedżerów. Na odbywającym się we wrześniu 2009 roku Szczycie G-20 uczestnicy podjęli decyzje o zwiększeniu nadzoru nad instytucjami finansowymi i całym rynkiem finansowym, jednak wiele wyzwań stoi przed samymi spółkami. Chodzi tu zwłaszcza o rozszerzanie pakietu informacji przekazywanych na rynki kapitałowe, w tym również w zakresie systemów wynagradzania kadry kierowniczej.

Bez takiej poprawy, trudno się spodziewać, aby na rynki powrócił optymizm. Jest to o tyle istotne, że kryzys zaufania na rynku kapitałowym nie oznacza jedynie odpływu kapitału z tego rynku, ale również znaczne spowolnienie procesu wchodzenia na rynek nowych przedsiębiorstw i pierwszych ofert publicznych (ang. *Initial Public Offering* – IPO) na giełdach światowych. Celem niniejszego artykułu jest próba wskazania słabości systemów wynagradzania menedżerów obnażonych przez kryzys 2007–2009.

1 | Zaufanie na rynku kapitałowym i rola *corporate governance*

Zaufanie jest zatem czynnikiem niezbędnym dla stabilności systemu finansowego. Nie ulega wątpliwości, że w dzisiejszych warunkach coraz bardziej negatywnie postrzegany jest cały proces oszczędzania i inwestowania, na co w dużej mierze wpływa sytuacja w sektorze bankowym. Wielkim wyzwaniem dla systemu finansowego, ale również dla każdego przedsiębiorstwa zarówno korporacji, jak i małej firmy jest pokazanie w zakresie myśli i zachowań, że w obrębie normalnej działalności ekonomicznej podstawową rolę odgrywają wartości etyczne. Benedykt XVI w swojej najnowszej encyklice *Caritas in veritate* wskazuje, że w gospodarce zabrakło zaufania. By je przywrócić żadne przedsiębiorstwo „nie może liczyć tylko na siebie”, ale musi „czерpać energię moralną z innych podmiotów”, a „rozwój ekonomiczny, społeczny i polityczny wymaga, jeśli chce być autentycznie ludzki, stworzenia systemu przestrzeni zasady (...) braterstwa”.

W tym kontekście wydaje się, że kluczem do wyjścia z kryzysu jest odbudowa zaufania do światowych rynków finansowych, a zwłaszcza rynków kapitałowych i notowanych na nich spółek.

Jednym z elementów, które mogą to umożliwić jest niewątpliwie sprawnie funkcjonujący nadzór korporacyjny. Obecnie istnieje jednak paląca potrzeba przejścia z wąskiego rozumienia ładu korporacyjnego, który ma zapewnić podejmowanie przez kadre zarządzającą przedsiębiorstwem działań zgodnych z interesem akcjonariuszy do szerokiego, zgodnie z którym prawidłowo funkcjonujący w spółce nadzór korporacyjny zapewnia zgodność strategii przedsiębiorstwa i działań kadry zarządzającej z oczekiwaniami i potrzebami szerokiej grupy interesariuszy przedsiębiorstwa. Niebagatelną rolę we wzroście roli nadzoru korporacyjnego odegrały skandale finansowe na przełomie XX i XXI wieku: upadek koncernu energetycznego Enron oraz kolejne afery finansowe (m.in.: Worldcom). Odpowiedzią na kryzys zaufania było kilka inicjatyw, mających na celu stworzenie i rozwój zasad nadzoru korporacyjnego (*OECD Principles of Corporate Governance*, Sarbanes-Oxley Act, raporty Cadbury’ego, Greenbury’ego, Hampela i Higgisa, a na gruncie polskim *Kodeks Nadzoru Korporacyjnego* przygotowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową w ramach prac

Polskiego Forum Corporate Governance, *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005* – dokument opracowany przez Komitet Dobrych Praktyk Forum Corporate Governance, *Dobre Praktyki spółek notowanych na GPW* – dokument wprowadzony w życie 1 stycznia 2008 roku).

Nie ulega wątpliwości, że zasady *corporate governance* przyczyniły się do zwiększenia przejrzystości funkcjonowania spółek giełdowych, mającej podstawowe znaczenie dla efektywności rynku kapitałowego. Ponadto, są one także narzędziem budowy zaufania do menedżerów, szczególnie dzięki rozwijanych w ich ramach motywacyjnych programach wynagradzania. Wymagają one jednak w dalszym ciągu rozwijania i uzupełniania o nowe rozwiązania uwzględniające szerokie spojrzenie na powinności informacyjne spółek oraz odpowiedzialną postawę wobec wszystkich interesariuszy. Pojawia się jeszcze kwestia zasady *comply or explain*, a mianowicie: na ile, z jednej strony, zalecenia obwarowane tą zasadą będą rzeczywiście wypełniane przez spółki. Czy obowiązek sporządzenia raportu z przestrzegania bądź nieprzestrzegania zasad *corporate governance* jest mechanizmem zapewniającym wysoką jakość nadzoru korporacyjnego? Czy większej pewności nie dawałoby obowiązkowe wypełnianie wszystkich zasad zawartych w kodeksie? A z drugiej – czy zwiększanie obowiązków nie zniechęci spółek do wchodzenia na giełdę, a tym samym nie osłabi dynamiki rozwoju rynku kapitałowego? Pytania te budzą dość ożywione dyskusje tak w świecie teoretyków, jak i praktyków nadzoru korporacyjnego.

W obliczu zmian zachodzących na globalnym rynku kapitałowym i jego rosnącej głębokości pojawia się dość istotna kwestia konwergencji systemów *corporate governance* i doskonalenie zasad ładu korporacyjnego.

2 | System wynagradzania menedżerów – jeździec apokalipsy?

Należy z całą stanowczością zaznaczyć, że kryzys finansowy 2007–2009 obnażył słabości systemów *corporate governance*. Dotyczą one czterech głównych obszarów (Wolpert 2009: 9–25):

- procesu wynagradzania menedżerów,
- praktyk rad nadzorczych,
- zarządzania ryzykiem,
- aktywizmu akcjonariuszy.

Jest oczywiste, że współczesny rynek globalny z rozwiniętym rynkiem kapitałowym, rozwojem funduszy inwestycyjnych, korporacji transnarodowych wiąże się z większym zakresem delegacji części praw własności na menedżerów. Mamy do czynienia z procesem, który można nazwać utowarowieniem przedsiębiorstwa, co następuje wraz z wejściem przedsiębiorstwa na giełdę. Przedsiębiorstwo staje się własnością wielu rozproszonych akcjonariuszy i znajduje się pod ich presją co do stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w jego akcje. Uzyskiwanie najwyższych stóp zwrotu na rynku kapitałowym wymaga od menedżerów przedsiębiorstw poszukiwania coraz to nowych rozwiązań, co rodzi presję na podejmowanie coraz bardziej ryzykownych przedsięwzięć. Im większa presja, tym większa skłonność dobrze premiovanych

menedżerów do podejmowania ryzyka i angażowania się w nie do końca sprawdzone innowacje finansowe. Z punktu widzenia menedżera wzrost podejmowanego ryzyka powoduje wzrost kosztów związanych z konsekwencjami podjęcia błędnych decyzji, co z kolei skutkuje żądaniem wyższych premii za podjęte ryzyko. Zbieżności interesów kadry kierowniczej z interesami właścicieli miały zapewnić systemy wynagradzania menedżerów powiązane ze wzrostem wartości przedsiębiorstwa. W większości przypadków opierały się one na, często źle skonstruowanych, programach opcyjnych. Przyznanie menedżerom opcji zakupu akcji oznacza nadanie im prawa do zakupu akcji zarządzanej przez nich spółki po ustalonej cenie (zwanej ceną realizacji lub ceną wykonania) i po upływie tzw. okresu karencji. Doświadczenie uczy, że obszarem największych kontrowersji w ramach opcyjnych programów wynagradzania jest cena realizacji oraz okres obowiązkowego utrzymywania opcji. W odniesieniu do tej pierwszej, dość powszechnym rozwiązaniem są opcje zakupu o stałych cenach realizacji ustalonych na poziomie rynkowego kursu spółki z dnia przydziału opcji (ang. *at-the-money-stock-options*), gdzie gwarantem korzyści jest każdy wzrost cen akcji na rynku ponad jej poziom z dnia przyznania opcji, bez względu na skalę tego wzrostu i tym samym skalę korzyści akcjonariuszy. Więcej wątpliwości budzą programy wykorzystujące opcje zakupu o cenie realizacji pomniejszonej o dyskonto w stosunku do rynkowego kursu akcji z dnia przyznania opcji (ang. *discount stock options*), zachowujące wartość dla uczestników programu nawet w sytuacji, gdy cena akcji spadnie poniżej poziomu wyjściowego (ale nie poniżej poziomu ceny realizacji). Również najbardziej rozwinięte programy opcyjne, które utrzymują wartość dla menedżerów, tylko w sytuacji gdy zwiększeniu ulegnie wartość dla akcjonariuszy (tzw. opcje o indeksowanej cenie realizacji) rodzą kontrowersje co do wyboru swego benchmarku, a zatem indeksu przyjętego do porównań. W atmosferze kryzysu zaufania do programów opcyjnych, z jakim mamy obecnie do czynienia, niezwykle istotne stają się dyskusje dotyczące ceny realizacji (Delves 2002; Jansen, Murphy 2004; Feng, Liang 2001; Hall, Murphy 2000; Stronka 2004).

Ponadto obserwacja rozwiniętych światowych giełd pozwala wyciągnąć wniosek, że w okresach dekonjunktury na rynkach kapitałowych skala zastosowania programów opcyjnych i innych technik motywowania współwłasnością zmniejszy się na korzyść bodźców niezależnych od giełdowych notowań przedsiębiorstwa.

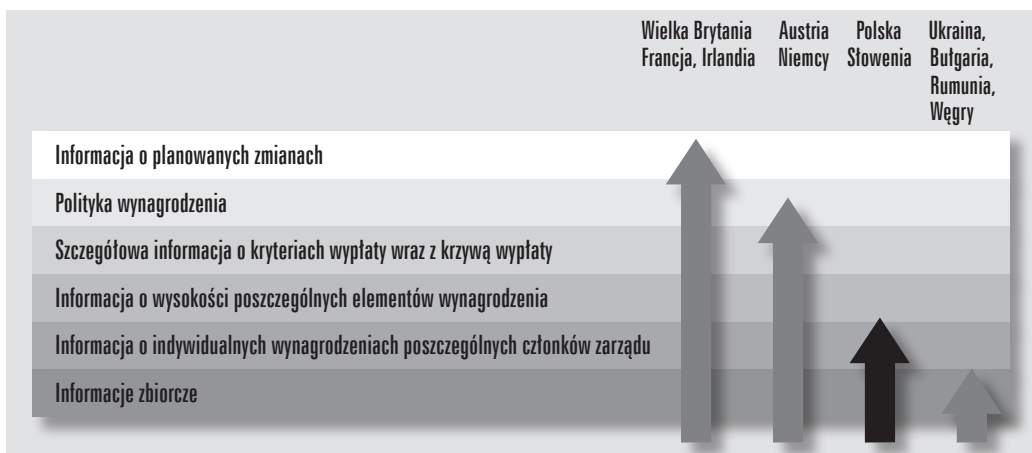
Badania prowadzone przez Marca Chesney'a i Rajnę Gibsona wskazują także, że opcyjne programy wynagradzania, źle rozłożone w czasie, zachęcają menedżerów do nielegalnego nadmuchiwania rynkowych cen akcji. Podobnych wniosków dostarczają analizy przeprowadzone przez Nataszę Burns i Simiego Kedia (2006: 35–67).

Jak wskazuje W. Szymański, w konsekwencji został stworzony sztuczny rynek ze sztuczną konkurencją czołowych menedżerów, który kształtował wynagrodzenia menedżerów całkowicie oderwane od rzeczywistości osiąganym wyników (Szymański 2009: 74). Należy oczywiście pamiętać, że rynek menedżerski, jeżeli chodzi o najwyższy szczebel, jest bardzo specyficzny. Osób z należytymi kompetencjami, predyspozycjami i talentem menedżerskim jest niewiele, co w pewnym zakresie może stanowić usprawiedliwienie wysokich zarobków. Jednak w ostatecznym rozrachunku to rynek jest weryfikatorem decyzji menedżerskich

Obecny kryzys dobitnie unaoczniał pewne fakty dotyczące systemów wynagradzania menedżerów. Po pierwsze, wydaje się, że praktyka wynagrodzeń menedżerów odegrała znaczącą rolę we wzroście ryzyka prowadzącego do kryzysu. Nie ulega bowiem wątpliwości, że zarówno konstrukcja systemów wynagradzania, jak i implementacja oraz nadzór nad nimi miały stały wpływ na system finansowy. Wynagrodzenia prezesów, członków zarządów, a nawet niższego szczebla menedżerów bankowości inwestycyjnej, kształtujące się na poziomie dziesiątek, a nawet setek milionów dolarów rocznie, a dodatkowo niemające uzasadnienia w osiągniętych wynikach, są deprawujące i należy je ograniczyć. Potrzebna jest jednak rzeczowa dyskusja nad konstrukcją systemów, aby nie wpaść w inną skrajność, gdzie nadmierne ograniczenia będą skutkowały zanikiem aktywności i inicjatywy menedżerów.

Po drugie, wskazuje się na bardzo niską transparentność informacji dotyczących wynagrodzeń menedżerów spółek. Obecnie większość spółek nie wyjaśnia głównych charakterystyk systemów wynagradzania, odnoszących się do osiągniętych wyników w sposób inny niż techniczny. Brakuje informacji dotyczących całkowitych kosztów programów, kryteriów ich oceny czy ryzyka. Zachodzi zatem paląca potrzeba głębszej analizy motywacyjnych programów wynagradzania menedżerów, jak również potrzeba zwiększenia otwartości informacyjnej na ich temat. Dostępność informacji o indywidualnych wynagrodzeniach członków zarządu wraz z informacją o kryteriach przyznawania premii pozwala inwestorom przewidzieć, w którym kierunku spółka zmierza, a ponadto umożliwia minimalizację ryzyka inwestycyjnego.

W Polsce podstawowym źródłem informacji o wynagrodzeniach menedżerów są raporty roczne i sprawozdania finansowe oraz zalecenia kodeksów dobrych praktyk. Należy jednak zauważyć, że polskie wytyczne są znacznie mniej rygorystyczne w tym zakresie niż zalecenia Komisji Europejskiej. Skutkuje to dość ograniczoną informacją o polityce wynagrodzeń w większości spółek notowanych na GPW (rysunek 1).

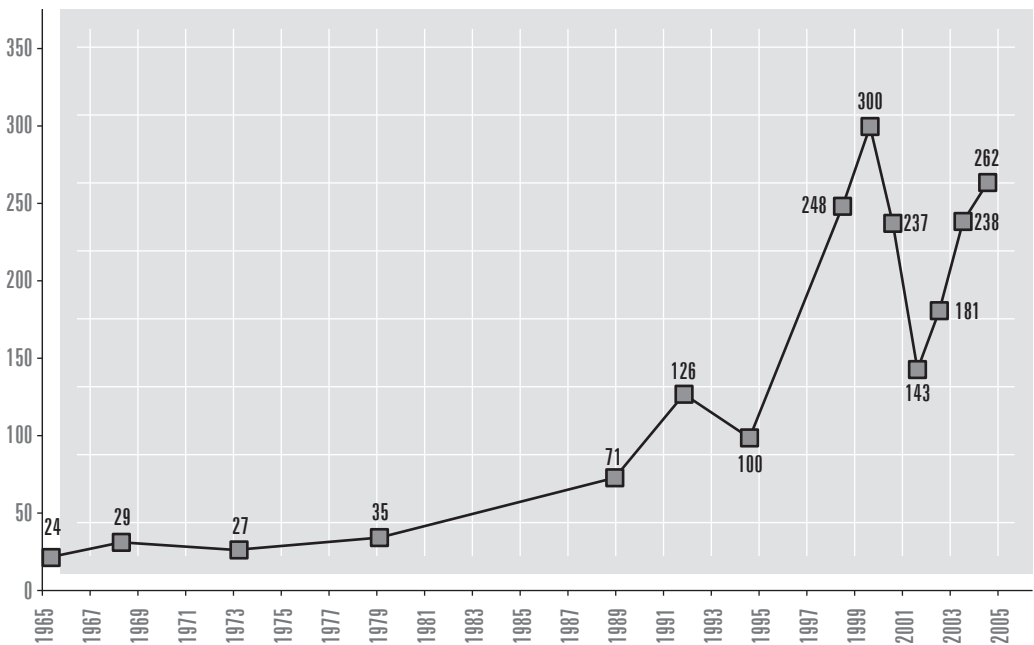


Rysunek 1 | Praktyki w zakresie ujawniania informacji o wynagrodzeniach członków zarządu z poszczególnych krajach

Źródło: Deloitte (2009: 8).

Po trzecie, istniejące struktury wynagrodzeń nie zachęcają do dbania o długoterminowe wyniki przedsiębiorstwa. Jedną z przyczyn kryzysu finansowego upatruje się m.in. w zbyt dużym uzależnieniu wynagrodzeń zarządów od bieżących wyników, co wskazuje na pilną potrzebę zmian w strukturze uposażenia prezesów, przejawiających się w coraz większym znaczeniu długookresowych elementów pakietu wynagradzania. System wynagrodzeń zachęcający do podejmowania nadmiernego ryzyka dla maksymalizacji krótkookresowego zysku stanowi bezpośrednie zagrożenie długookresowego rozwoju.

Nie trudno zauważyć, że stosunek wynagrodzeń menedżerów do średniej płacy pracowników w Stanach Zjednoczonych znacząco rósł począwszy od lat 90., przy czym tendencja wzrostowa była charakterystyczna również dla wynagrodzeń menedżerów w innych krajach.



Rysunek 2 | Stosunek wynagrodzeń menedżerów do średniej płacy pracowników w Stanach Zjednoczonych w latach 1965–2005

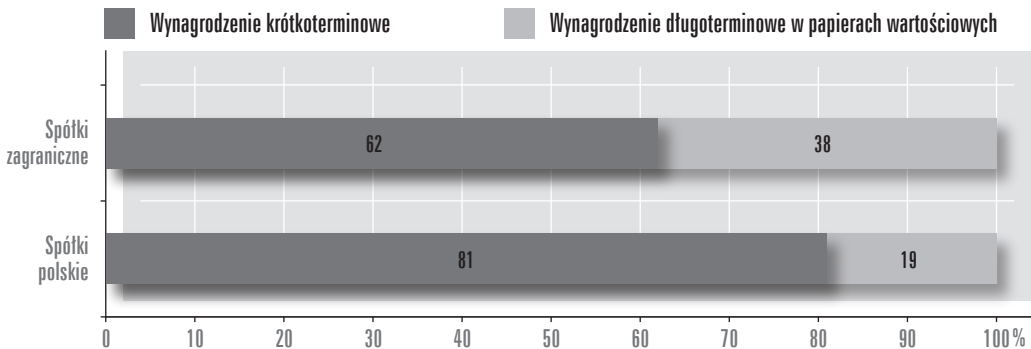
Źródło: OECD (2009: 15).

Oczywiście pojawia się pytanie dlaczego ten proces nabrał tak niezwyklego przyspieszenia w latach 90. Nie ulega wątpliwości, że właśnie wtedy coraz bardziej popularne stawały się programy odnoszące wynagrodzenia menedżerów do osiągniętych przez nich wyników, głównie do wzrostu rynkowej wartości zarządzanego przez nich przedsiębiorstwa. Koncepcja wynagradzania za wyniki (ang. *pay for performance*) była powszechnie popierana przez akcjonariuszy, ale z czasem coraz bardziej wątpliwe stawały się kryteria, na podstawie których menedżerowie mogli realizować swoje premie, a których związek z rzeczywiście osiąganymi wynikami, takimi jak wzrost ceny rynkowej akcji przedsiębiorstwa, był niekiedy niewielki. Ponadto konstrukcja programów wynagradzania oparta na opcjach dawała im możliwość realizacji korzyści w krótkim czasie,

co zwiększało tendencje menedżerów do podejmowania coraz większego ryzyka, co było często nieodpowiednio uwzględniane w systemach wynagradzania i osłabiało ich związek z korzyściami inwestorów oraz prowadziło do swoistego „przeplacania” menedżerów, niewspółmiernego do ich wkładu w tworzenie wartości.

Analiza Deloitte całościowego pakietu, składającego się ze składników krótko- i długoterminowych wykazała mniejsze zainteresowanie nagrodami długoterminowymi w Polsce niż za granicą (około 30% polskich i 50% zagranicznych spółek z przeanalizowanej próby przyznało w 2008 roku nagrody w postaci papierów wartościowych). Należy także zwrócić uwagę, że w zbadanych polskich spółkach udział wynagrodzenia długoterminowego był prawie dwukrotnie niższy niż w spółkach zagranicznych. Poza tym, w wielu przypadkach pozytywna zależność pomiędzy wynagrodzeniem zarządzających spółkami a cenami ich akcji była bardzo słaba albo wręcz w ogóle nie istniała.

Nie ulega wątpliwości, że obecny kryzys wpłynął nie tylko na wysokość, lecz także na strukturę wynagrodzeń menedżerów największych spółek tak w Polsce, jak i na świecie. Wiele firm stara się ograniczać lub zamrażać podwyżki płacy zasadniczej członków zarządu. Dodatkowo sytuacja ekonomiczna przełożyła się na niewielkie lub zerowe wypłaty z nagród w postaci papierów wartościowych przyznanych w poprzednich okresach. Najnowszy raport Deloitte wskazuje jednak, że wynagrodzenia zarządzających polskimi spółkami kształtują się na znacznie wyższym poziomie w stosunku do uposażenia w spółkach Europy Centralnej, zaledwie 19% wynagrodzenia stanowi wynagrodzenie w długoterminowych papierach wartościowych (Deloitte 2009).



Rysunek 3 | Struktura wynagrodzeń menedżerów w spółkach

Źródło: Deloitte (2009: 16).

Wdaje się, że w obliczu kryzysu można spodziewać się zmian w strukturze uposażenia prezesów, przejawiających się w coraz większym znaczeniu długookresowych elementów pakietu. Dobry system wynagradzania powinien uwzględniać odpowiedni poziom oraz relację komponentu krótko- i długoterminowego uposażenia menadżerów wysokiego szczebla.

Dwa wskazane powyżej elementy, czyli prawidłowa konstrukcja pakietu wynagradzania oraz otwartość informacyjna, stają się w obliczu wydarzeń ostatnich miesięcy coraz pilniejszą potrzebą

biznesową zarówno w zakresie odbudowy zaufania inwestorów do zarządów spółek, jak i trudnego wyzwania w warunkach kryzysu i niepewności – motywowania menedżerów do tworzenia wartości przedsiębiorstwa.

W kontekście powyższych rozważań rodzi się pytanie, czy tak naprawdę problem wynagrodzeń menedżerów nie był do tej pory raczej dyskutowany niż analizowany?

| Podsumowanie

Abstrahując jednak tylko i wyłącznie od finansowego kontekstu rozważań o programach motywacyjnych menedżerów, pojawia się pytanie o sposób uzyskiwania wyników, a dokładniej, czy zostały one osiągnięte z zachowaniem norm etycznych i zasad korporacyjnych. Jest to o tyle ważne, że wyniki osiągnięte w sposób uczciwy stanowią fundament, na którym opiera się zaufanie pracowników i innych interesariuszy (Heineman 2008: 29). Wydaje się, że wprowadzenie norm etycznych i moralnych w systemie wynagradzania wymaga uwzględnienia szerszego kontekstu, spojrzenia odrobinę poza zyski ekonomiczne, przyjęcia, że uczciwość określa jednolitą kulturę organizacyjną opartą na niezachwianym przestrzeganiu formalnych zasad, przyjęciu standardów etycznych oraz zaangażowaniu pracowników w ideę uczciwości, otwartości, sprawiedliwości, zaufania i rzetelności. Ben W. Heineman Jr wyraźnie wskazuje na konieczność uzależnienia pewnej części wynagrodzenia menedżerów od ich osiągnięć w zakresie tworzenia wartości przez etyczne działania pracowników wszystkich szczebli. W tym celu konieczne wydaje się udzielenie odpowiedzi na kilka zasadniczych pytań (2008: 29–30).

- Czy menedżerowie ustanowili zasady etycznego działania obowiązujące w całym przedsiębiorstwie, za które są odpowiedzialni i rozliczani konkretni liderzy? Zasady te mogą dotyczyć m.in.: zarządzania efektywnością z uwzględnieniem aspektów etycznych, stosowania systemów wczesnego ostrzegania w celu zabezpieczenia się przed nowymi światowymi trendami w zakresie zagrożeń w obszarze etyki, zapewnienie szkoleń w zakresie oceny ryzyka, czy przyznanie pracownikom prawa wygłaszania własnych opinii oraz obaw.
- Czy prezes wraz z menedżerami wyższego szczebla wprowadza zasady etyczne w życie z wykorzystaniem solidnych praktyk tak, aby standardy nie stały się tylko i wyłącznie nieistotnymi ozdobnikami firmy, które mają uatrakcyjnić jej wizerunek?
- Czy idea uczciwego i etycznego postępowania przenika każdy aspekt kultury organizacyjnej przedsiębiorstwa?
- Czy presja na osiągnięcie lepszych wyników nie powoduje ignorowania zasad etycznych?
- Czy deklarowane przez menedżerów zaangażowanie na rzecz etycznego działania znajduje rzeczywiste odzwierciedlenie w ich postępowaniu?
- W jaki sposób jednostki organizacyjne przedsiębiorstwa stosują zasady etycznego postępowania?

Niezwykle istotną kwestią jest wypracowanie zasad w procedurze sukcesji prezesa firmy, przede wszystkim przy ocenie wiedzy, doświadczenia i umiejętności do tworzenia kultury uczciwego i etycznego działania wszystkich pracowników w przedsiębiorstwie. Wydaje się, że te same kryteria powinny posłużyć jako podstawa do oceny wynagrodzenia menedżerów. Oczywiście tego typu rozwiązanie może rodzić wiele trudności zarówno w zakresie pewnego oporu natury mentalnej, jak i problemów technicznych, a w zasadzie „ilościowego” uzależnienia wynagrodzenia od uczciwych praktyk. Mimo trochę idealistycznego charakteru może warto zastanowić się, czy menedżerowie wyznający zasady etyczne i wdrażający praktyki uczciwego postępowania nie pomogą budować rzeczywistego zaufania inwestorów i innych interesariuszy do przedsiębiorstwa, jak również nie przyczynią się do zmniejszenia ekspozycji firm na ryzyko. W końcu odbudowa zaufania wydaje się być najistotniejszą kwestią w procesie wyjścia gospodarki światowej z obecnego kryzysu i podstawowym fundamentem pod budowę nowego „pokryzysowego” porządku.

Rzeczywiste i prawdziwe zaangażowanie przedsiębiorstwa w realizację swojej misji i wyznawane wartości wymaga ogromnej determinacji i odwagi pokonania pewnych paradygmatów zarządzania, będących spuścizną przeszłości. Istnieje potrzeba wprowadzenia nowych „pokryzysowych” zasad gry, uwzględniających najważniejsze ekonomiczne i społeczne kwestie nadchodzących dekad. Warte podkreślenia są pojawiające się na świecie inicjatywy certyfikacji etycznej menedżerów. W Harvard Business School podstawową ideą jest nierozzerwalność kompetencji menedżerskich i wartości etycznych, opartych na wzajemnym szacunku, uczciwości i odpowiedzialności osobistej. Pojawiają się wręcz propozycje stworzenia czegoś na kształt istniejącej przysięgi Hipokratesa w środowisku lekarskim. Oczywiście opracowanie takiej „menedżerskiej przysięgi” wymaga dobrego rozeznania i sprecyzowania niepozostawiającego miejsca na interpretację tak, aby mieściła ona w sobie decyzje i wybory zgodne ze sprawiedliwością i prawdziwym dobrem człowieka. Jest to niewątpliwie ogromne wyzwanie tak dla środowisk gospodarczych, jak i naukowych.

B i b l i o g r a f i a

- Burn, N., Kedia, S.** (2006) The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics*.
- Chesney, M., Gibson, R.** (2008) *Stock options and managers' incentives to cheat*. Dostępny na: www.msfinance.ch/pdfs/Chesney151004
- Deloitte (2009), *Wynagrodzenia prezesów największych spółek giełdowych. Polska na tle regionu*. Dostępny na: http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Poland/Local%20Assets/Documents/Raporty%20badania,%20rankingi/pl_WynagrodzeniaZarzadu_2009.pdf
- Delves, D.** (2002) Trend Or Foe. *Strategic Finance*, 6.
- Feng, G., Liang, N.** (2001) *Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives*. Dostępny na: www.ssrn.com
- Hall, B.J., Murphy, K.J.** (2000) *Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options*. Dostępny na: www.ssrn.com.
- Hall, B.J., Murphy, K.J.** (2003) *The Trouble With Stock Options*. Dostępny na: www.ssrn.com.

- Heineman, Jr, B.W.** (2008) Poważny błąd w systemie wynagradzania za wyniki. *Harvard Business Review Polska*, październik, s. 29.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J.** (2004) Renumeration: Where We've Been, How We Got There, What Are the Problems and How to Fix Them. *ECGI Working Paper Series in Finance*, July, 44.
- OECD (2009), *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*. June.
- Rybiński, K.** (2008) *Liderom świata brakuje wizji. Komentarz do artykułu Antoniego Kuklińskiego „Procesy tworzenia i destrukcji porządku globalnego”*. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 3(8), lipiec-wrzesień, s. 36.
- Stronka, D.** (2004) *Shareholder Evaluation of Public Corporation Executives. An Executive Performance Measure Being an Adequate Basis of Motivational System*. Dostępny na: www.ssrn.com
- Szymański, W.** (2009), *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*. Warszawa: Difin.
- Wolpert, J.** (2009) *Governance and the 2008 Financial Crisis CA (SA) FCMA FCS*, September.

| „Master of Business Administration” 3/2010 (104): s. 105–116, ISSN 1231-0328, Copyright by Akademia Leona Kozłmińskiego

Spółeczna odpowiedzialność biznesu jako koncepcja wpisująca się w *corporate governance* a kryzys finansowy

Mgr Monika Wilewska | Uniwersytet Gdański, Niestacjonarne Studia Doktoranckie |
monikawi@op.pl

| Streszczenie

Spółeczna odpowiedzialność biznesu wpisuje się w *corporate governance* nie tylko ze względu na wspólną płaszczyznę teleologiczną czy zakorzenienie w nurcie społecznej orientacji działalności gospodarczej. CSR to koncepcja łącząca ekonomiczne cele funkcjonowania przedsiębiorstwa z realizacją celów społecznych bez szkody dla jednych i drugich. Wyjaśnia ona jaką rolę odgrywają poszczególne grupy interesariuszy w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa i maksymalizacji wartości dla inwestorów oraz jak zarządzać relacjami z interesariuszami w celu optymalizacji wyników firmy i dobrobytu społecznego oraz samego przedsiębiorstwa.

Dobrowolny charakter działalności społecznie odpowiedzialnej oraz korzyści uzyskiwane nie od razu, a w dłuższej perspektywie czasowej powodują, że idea CSR jest szczególnie narażona na zaniechanie w czasach kryzysu czy recesji, choć jej społeczny charakter i uniwersalne wartości, na których jest osadzona są właśnie w tych trudnych czasach szczególnie istotne. Mimo zagrożeń dla dalszego rozwoju CSR, można znaleźć poważne przesłanki, że idea społecznie odpowiedzialnego biznesu przetrwa i niewykluczone, że będzie się rozwijać.

| Wstęp

Społecznie odpowiedzialna działalność przedsiębiorstw, a więc działalność o charakterze całkowicie dobrowolnym, jest szczególnie narażona na zaniechanie w czasach kryzysu, kiedy to wstrzymane są wszelkie zbędne inwestycje i wydatki, a wszystkie wysiłki i środki finansowe firmy skierowane są na przetrwanie trudnego okresu. Jednakże, idea CSR (ang. *corporate social responsibility*), podobnie jak CG (ang. *corporate governance*) wynika ze społecznej orientacji działalności gospodarczej i to właśnie dlatego wydaje się ona być szczególnie potrzebna w czasach kryzysu. A świat zмага się dzisiaj z największym kryzysem, po Wielkim Kryzysie Gospodarczym z XX wieku, zatem istotne jest czy istnieją perspektywy dla dalszej obrony idei społecznej odpowiedzialności biznesu.

Poza tym, mimo że terminy CSR i CG funkcjonują oddzielnie i niezależnie od siebie, wypływają one z jednego nurtu, w myśl którego przedsiębiorstwo ma pewne obowiązki względem swoich interesariuszy (ang. *stakeholders*). Społeczna odpowiedzialność biznesu to idea (choć podejmowane są próby jej instytucjonalizacji), w myśl której dobrowolnie podejmowana jest odpowiedzialność daleko wykraczająca poza ramy określone przepisami prawa a realizowana na płaszczyźnie ekonomiczno-społeczno-ekologicznej działalności gospodarczej. *Corporate governance*, jako system nadzoru i zarządzania organizacją, osadzony jest w kontekście ekonomicznym funkcjonowania przedsiębiorstwa i sprawowania kontroli nad nim oraz relacji między właścicielami a udziałowcami/akcjonariuszami i legitymizacji władztwa. Dla obu tych koncepcji wypracowane zostały systemowe i utylitarne rozwiązania. Synergia ich mogłaby zaowocować większą efektywnością i skutecznością w obszarach szeroko pojętej odpowiedzialności korporacji.

Z tych względów celem niniejszej pracy jest rozpoznanie zbieżności między *corporate social responsibility* a *corporate governance* i wynikających z nich implikacji oraz identyfikacja szans i zagrożeń dla przetrwania koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw i dalszego jej rozwoju w świetle współczesnego kryzysu finansowego.

1 | Zbieżności między *corporate social responsibility* a *corporate governance*

Corporate social responsibility i *corporate governance* doskonale wpisują się w praktykę gospodarczą i są interdyscyplinarnymi tematami – łączą prawo, rachunkowość, zarządzanie, finanse oraz socjologię. Spopularyzowały się szczególnie w XX wieku, a wypływają z nowej orientacji ekonomicznej, która odrzuca wyłącznie finansowy aspekt funkcjonowania przedsiębiorstw i uznaje ich społeczną rolę.

Terminy te funkcjonują odrębnie i niezależnie od siebie, a zainteresowanie nimi jest zarówno obserwowane przez pojedyncze podmioty rynkowe i sektory gospodarki, jak i występuje na szczeblu krajowym i międzynarodowym. Przyczyniło się to do powstania wielu opracowań formułujących bezpośrednio lub pośrednio zalecenia i rekomendacje.

Corporate social responsibility i *corporate governance* nie mają jednej definicji czy powszechnie przyjętego określenia. W zależności od autora bądź eksponowanego zakresu pojęciowego, akcentowane są ich różne aspekty.

Spoleczna odpowiedzialność biznesu definiowana jest między innymi jako:

- ▮ pozytywna odpowiedź przedsiębiorstwa na oczekiwania zróżnicowanego otoczenia oraz instytucji i osób, które je tworzą (Wawrzyniak 1999: 213);
- ▮ filozofia prowadzenia działalności gospodarczej uwzględniająca budowanie trwałych, przejrzystych relacji ze wszystkimi zainteresowanymi stronami (Wołowicz 2004: 3);
- ▮ koncepcja (zbiór pomysłów), zgodnie z którymi polega ona na czymś więcej niż tylko przyniesieniu zysków akcjonariuszom (właścicielom); to sposób w jaki decyzje biznesowe i działania przedsiębiorstw wpływają na wszystkie podmioty, które mają z nimi do czynienia wewnątrz organizacji i poza nią (Korpus 2006: 52);
- ▮ koncepcja, zgodnie z którą przedsiębiorstwa dobrowolnie uwzględniają problematykę społeczną i ekologiczną w swojej działalności komercyjnej i w stosunkach z zainteresowanymi stronami (Komunikat KE 2006);
- ▮ zwraca ona uwagę na fakt, iż na wartość przedsiębiorstwa wywierają wpływ nie tylko jego właściciele, lecz także wiele innych podmiotów w różnym stopniu zainteresowanych jego działalnością (Cwynar, Cwynar 2002: 60).

Corporate governance w zebranych przez Magdalenę Jerzemowską (Jerzemowska 2002: 22–25) definicjach, określany jest jako:

- ▮ rodzaj komunikacji, sposób w jaki spółka informuje o sobie otoczenie,
- ▮ organizacja relacji między właścicielami a menedżerami korporacji zróżnicowaną w zależności od warunków ekonomicznych i narodowych tradycji,
- ▮ identyfikacja praw i obowiązków z legitymizacją działań co determinuje odpowiedzialność; uznanie odpowiedzialności wobec tych, którzy mają prawo do rozliczania,
- ▮ struktury, procesy, kultury i systemy sprzyjające osiągnięciu sukcesu operacyjnego (korzyści) przez organizację,
- ▮ zależność między kierownictwem spółki, jej organami oraz akcjonariuszami i pozostałymi grupami udziałowymi,
- ▮ relacja między wewnętrznymi mechanizmami nadzoru istniejącymi w korporacji a społeczną koncepcją zakresu jej odpowiedzialności,
- ▮ czy jako zintegrowany zbiór zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, które łagodzą konflikt interesów między menedżerami a akcjonariuszami, wynikający z oddzielenia własności od kontroli (Rudolf i in. 2002: 31).

Mimo różnorodności poruszanych aspektów w definicjach CSR i CG, występuje między nimi wiele zbieżności. Oba pojęcia łączą:

- uznanie, że przedsiębiorstwo ma obowiązki względem innych uczestników życia gospodarczego (interesariuszy) i powinno ponosić odpowiedzialność z tytułu prowadzenia działalności,
- świadomość relacji z interesariuszami (interesariuszami rozpatrywanymi zarówno w wąskim ujęciu jako menedżer i właściciel, jak i w szerszym) oraz konieczność zarządzania tymi relacjami w celu zapobiegania powstawaniu konfliktów,
- istotność komunikacji przedsiębiorstwa z jego otoczeniem oraz uczynienie biznesu akceptowalnym społecznie,
- dedykacja osiągnięciu korzyści (w tym korzyści ekonomicznych),
- cel, którym jest zwiększenie wartości przedsiębiorstwa i wzmocnienie jego reputacji,
- świadome podejmowanie przez przedsiębiorstwa.

Obie koncepcje mają wspólną płaszczyznę teleologiczną, jednakże CG jest pojęciem szerszym i systemowym rozwiązaniem. CSR stanowi jego wyjaśnienie oraz dopełnienie – oddane szczególnie w definicji opracowanej przez Andrzeja Cwynara i Wiktora Cwynara.

2 | *Corporate social responsibility* jako koncepcja wpisująca się w *corporate governance*

Zarówno *corporate social responsibility*, jak i *corporate governance* koncentrują się na odpowiedzialności wobec interesariuszy, jednak CG zawęża ją do właścicieli oraz udziałowców/akcjonariuszy, podczas gdy CSR wskazuje też na inne grupy *stakeholders* równie istotne dla funkcjonowania przedsiębiorstwa i osiąganych przez niego wyników. Istotne, ponieważ maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy może być osiągnięta dzięki budowie długoterminowych relacji z interesariuszami, od których zależy rozwój przedsiębiorstwa (Jerzemowska 2002: 26; Adamczyk 2009: 135).

Nie tylko właściciele i inwestorzy powinni czerpać profity z działalności przedsiębiorstwa. Równie ważne są potrzeby i racje innych uczestników rynku, na których oddziałuje przedsiębiorstwo (np. potrzeba rzetelnych informacji, szanowanie podstawowych praw społecznych, uczciwość konkurencji i współpracy handlowej). Respektowanie ich, czy też zaspokajane, służy zyskaniu społecznej akceptacji, co zapewnia firmie stabilne warunki rozwoju oraz bezpośrednio przekłada się na podstawowe cele ekonomiczne firmy i wpływa na optymalizację jej wyników finansowych.

Ponadto, nie da się oddzielić ekonomicznych aspektów decyzji biznesowych od ich społecznych konsekwencji, a zapewnianie korzyści akcjonariuszom, również w długim okresie, wymaga zapewnienia i zachowania właściwej harmonii kryteriów biznesowych i społecznych (Urbanek 2006: 30).

Zatem godzenie celów ekonomicznych i społecznych nie wyklucza się i nie powoduje uszczerbku w którymś z tych zakresów. Cele te są ze sobą ściśle powiązane i zależne.

Ponadto, przenikanie idei społecznej odpowiedzialności do *corporate governance* widać w uregulowaniu się, w wyniku polaryzacji inwestorów przedsiębiorstwa, czterech obszarów współczesnego nadzoru korporacyjnego (Paliwoda-Miatolańska 2009: 172):

- uczciwości względem mniejszościowych akcjonariuszy zagrożonych przez nieuczciwe działania naczelnego kierownictwa oraz zorganizowaną przestępczość,
- przejrzystości, wynikającej z poprawy upowszechniania informacji prawdziwych i terminowych o działalności spółki,
- wiarygodności kadry kierowniczej jako rezultatu jej zdolności znajdowania równowagi między interesariuszami firmy,
- odpowiedzialność za to, że spółka jest w stanie sprostać prawom i regulacjom wynikającym z potrzeb społeczności, w której działa.

Istotność kanonów idei CSR dla systemu *corporate governance* jest szczególna w związku z falą wielkich skandali korporacyjnych w ostatnich latach, które będąc spektakularną porażką systemu nadzoru i kontroli, spowodowały nasilenie braku zaufania do biznesu (co wzmocnione zostało dodatkowo przez kryzys finansowy). To właśnie w koncepcji społecznej odpowiedzialności, opartej na uniwersalnych i etycznych wartościach i ukierunkowanej na efektywne łagodzenie konfliktów z poprawą dobrobytu interesariuszy i samego przedsiębiorstwa, upatrywana jest szansa na budowanie dobrego wizerunku biznesu.

3 | *Corporate social responsibility* a obecny kryzys w gospodarce – szanse i zagrożenia dla dalszego rozwoju idei

Słowo „kryzys” nacechowane jest negatywnie i kojarzy się z radykalnym zwrotem oraz nieuchronnością zmiany. Oznacza poważne załamanie; to moment lub okres przełomowy występujący zazwyczaj z jednoczesnym pogorszeniem się sytuacji w danej dziedzinie (Uniwersalny słownik języka polskiego 2003: 332).

W gospodarce kryzys jest nie tylko okresem spowolnienia i czasem największej ilości bankructw, ale też swego rodzaju *katharsis*, czyli oczyszczeniem, ponieważ na rynku przetrwają tylko najmocniejsze i najsilniejsze podmioty.

Kryzys, z którym obecnie zmagają się świat, określany jest jednym z największych w historii po Wielkim Kryzysie Gospodarczym lat dwudziestych i trzydziestych ubiegłego wieku. Często jest do niego porównywany ze względu na zakres influencji i zasięg terytorialny. Swoją skalą obejmuje on nie tylko wybrane gałęzie gospodarki czy kraje, ale cały świat. O ile część ekonomistów uważa, że najcięższy okres kryzysu minął, to świat nadal obawia się jego skutków i globalnej recesji na długie lata.

Mimo iż kryzys to trudny okres i czas wielkich wyzwań w związku z zachodzącymi zmianami, można jednak w nim dostrzec pozytywny pierwiastek – etymologiczne pochodzenie słowa

kryzys wskazuje na odsiew, rozstrzygnięcie (Kopaliński 1999: 282), co związane jest z eliminacją (w domyśle tego co złe i co doprowadziło do kryzysu) i naturalnie oczekuje się poprawy. Ponadto niesie on nadzieję na lepsze, trudna sytuacja wymusza bowiem poszukiwanie nowych rozwiązań i postępowanie w inny niż dotychczas sposób.

Pozytywny wpływ kryzysu można znaleźć w historii idei społecznej odpowiedzialności biznesu (datowanej od końca XIX wieku), w której to właśnie Wielki Kryzys Gospodarczy odegrał wiodącą rolę i przyczynił się do rozwoju CSR (Rybak 2004: 16–17).

Dlatego też można przypuszczać, że trwający kryzys finansowy i tym razem przyniesie nowe rozwiązania oraz że dokona się ponowny skok rozwojowy kształtowania koncepcji społecznej odpowiedzialności w biznesie.

Kierunek rozwoju i przyszłość CSR w niepewnych czasach kryzysu i recesji gospodarczej stoi pod znakiem zapytania tak przez sytuację rynkową i dobrowolny charakter idei, jak i ze względu na zagrożenia wypływające z samej koncepcji, które szczególnie teraz się uwypuklają. Uwzględniając jednak dotychczasowy dorobek i dokonania na polu społecznie odpowiedzialnego biznesu, są przesłanki wskazujące, że mimo wszystko koncepcja CSR przetrwa w tych trudnych czasach i niewykluczone, że będzie się rozwijać.

3.1 | Zagrożenia dla rozwoju idei *corporate social responsibility* w biznesie

Jednym z poważnych zagrożeń dla rozwoju CSR jest niewątpliwie wypaczenie sposobu jego postrzegania polegające na ograniczeniu go wyłącznie do programu marketingowego danej firmy z pominięciem aktywnych działań w sferze społeczno-ekologiczno-ekonomicznej. Przykładem tego jest np. głoszenie pustych deklaracji o zaangażowaniu się w CSR, pozorowanie zachowania społecznie odpowiedzialnego przed opinią publiczną i interesariuszami czy posługiwanie się hasłem społecznej odpowiedzialności tylko w celu reklamy bądź uprawiania „czarnego PR”. Poważne zniekształcenie powoduje też ograniczanie CSR wyłącznie do sponsoringu czy działalności charytatywnej, gdyż, mimo że aspekty te są obecne w koncepcji, to jednak nie tylko na nich opiera się sens społecznej odpowiedzialności biznesu i przewaga rynkowa jaką dzięki niej uzyskują przedsiębiorstwa. Innym przykładem może być też jednorazowe działanie lub nieskoordynowane działania z zakresu CSR, które również mijają się z istotą tego zagadnienia – w pierwszym przypadku powodują, że należy je uznać raczej za chwyt marketingowo-reklamowy niż strategiczne działanie *corporate social responsibility* (jakim niewątpliwie powinno ono być by pełniło swoje funkcje), w drugim zaś – korzyści zarówno dla firmy, jak i interesariuszy są poważnie rozproszone lub zminimalizowane przez chaos organizacyjno-dystrybucyjny działań.

Znaczącą przeszkodą dla rozwoju idei CSR mogą być też poważne zaniedbania w przekazywaniu interesariuszom właściwych i rzetelnych informacji o aktywności na polu społecznej odpowiedzialności. Nieumiejętna komunikacja z otoczeniem lub jej brak, jak również nieefektywne lub

niewłaściwe korzystanie z kanałów komunikacji *corporate social responsibility* (np. raportowanie społeczne, dialog z interesariuszami) powoduje, że firma pozbawia się silnego atutu i samodzielnego informowania zainteresowanych o swoim zaangażowaniu i osiągnięciach. Nierzadko też przekazuje informacje, które nie są merytoryczne lub przejrzyste albo których wiarygodność jest wątpliwa. W sytuacji gdy zawodzi komunikacja, firma nie otrzymuje informacji zwrotnej z otoczenia. Przez to może mieć trudności w nawiązaniu relacji z interesariuszami, zyskaniu ich poparcia dla dalszej działalności (a to właśnie społeczna aprobatą legitymizuje biznes), aktywizowaniu poszczególnych grup do współpracy na rzecz pozostałych interesariuszy (np. wolontariat pracowniczy, akcje charytatywne) czy też zwiększaniu skuteczności i zakresu swojej dalszej działalności społecznej.

Jako poważną barierę dla rozwoju CSR należy wskazać również podstawowe potrzeby społeczne oraz minimalne potrzeby egzystencjonalne interesariuszy przedsiębiorstwa, których zaspokojenie nie zawsze zależy jedynie od biznesu. Jeśli nie są one zaspokojone, to trudno oczekiwać zainteresowania potrzebami wyższego rzędu, a tym samym realizacji idei CSR.

Innym aspektem jest hierarchizacja interesariuszy (tzw. *stakeholder mapping*) i ich potrzeb oraz przyznawanie pierwszeństwa tym, które odznaczają się pilnością realizacji lub obiektywnym uzasadnieniem – np. trudno oczekiwać, że pracownicy firmy, w której nie zapewnia się podstawowych praw pracowniczych lub łamie prawa człowieka będą angażować się w ramach wolontariatu w akcje ekologiczne pod patronatem ich firmy lub że zyska aprobatę zaspokajanie potrzeb finansowych jedynie jej inwestorów czy właścicieli. Kwestią zupełnie inną w tym zakresie jest to, że nie można jednocześnie zaspokoić wszystkich oczekiwań wszystkich interesariuszy oraz że nie jest możliwe realizowanie wszystkich potrzeb społecznych w podobnym zakresie, ze względu na rozległy obszar zainteresowania CSR (nie tylko sfera ekonomiczna, ale i społeczno-ekologiczna) i jego skalę (np. mnogość interesariuszy i poszczególnych ich grup). Jednak umiejętność zarządzania relacjami z interesariuszami w krótkim i długim okresie, jak również łagodzenie konfliktów, nie staną się mniej ważne by uzyskiwać efektywność z działalności CSR.

3.2 | Szanse przetrwania koncepcji CSR w biznesie

Jedną z przesłanek przetrwania idei CSR niezależnie od kryzysu gospodarczego i jego reperkusji w niedalekiej przyszłości jest samo zainteresowanie biznesu tą koncepcją. Wykazuje ono tendencję wzrostową w perspektywie czasowej, a świadczy o tym nie tylko popularność szkoleń i warsztatów z zakresu społecznej odpowiedzialności organizowanych dla przedsiębiorstw. Powszechniejsza jest również implementacja zasad CSR i rosnąca liczba firm stosujących międzynarodowe standardy CSR¹, a więc standardy wysoko sformalizowane lub wymagające dużych nakładów pieniężnych na zastosowanie. Mimo że wdrażanie norm CSR jest całkowicie

¹ Na przykładzie partycypantów takich standardów CSR, jak GRI (<http://www.globalreporting.org/GRIReports/GRIReportsList/>) czy Global Compact (<http://www.unglobalcompact.org/participants/search>).

dobrowolne, należy uznać to za świadome działanie firm, gdyż respektowanie standardów lub jakości ich implementacji częstokroć poddawana jest weryfikacji, czy to przez jednostkę certyfikującą, czy przez samych interesariuszy. Ponadto, wdrażanie zasad CSR jest wyrazem większej świadomości przedsiębiorstw w zakresie ich społecznej roli i powinności, gdyż normy te odzwierciedlają tak etyczne wymogi względem działalności gospodarczej (jak np. przestrzeganie praw człowieka i godnych warunków pracy, uczciwy handel, sprawiedliwa płaca, kultura organizacji), jak i uniwersalne oczekiwania społeczne (np. komunikacja z interesariuszami, ochrona środowiska naturalnego).

Ponadto, zainteresowanie CSR wypływa z świadomości korzyści jakie może doświadczyć przedsiębiorstwo dzięki prowadzeniu społecznie odpowiedzialnej działalności, a wśród których wymienić można m.in. poprawę wizerunku i reputacji, stabilność działalności, zwiększenie produktywności, łatwiejszy dostęp do kapitału oraz mediów, korzyści konkurencyjne, lojalność klientów czy przewagę na rynku pracy (Filek 2006: 13).

Kolejną przesłanką, że CSR przetrwa mimo kryzysu (datowanego od 2007 roku) jest fakt, że temat społecznej odpowiedzialności biznesu jest nadal obecny w szeroko rozumianej przestrzeni gospodarczej – nie zaniechano prac nad tworzonymi rozwiązaniami i podejmuje się nowe inicjatywy. Wskazać tu można m.in.:

- Międzynarodową Organizację Normalizacyjną (ISO), która opracowuje standard nazwany ISO26000 – prace nad nim trwają od kilku lat, a ostateczna publikacja deklarowana jest w 2010 roku; z założenia norma ta ma mieć formę wskazówek, dobrowolny charakter i pomyślana jest jako uniwersalny standard CSR², co jest realne zważywszy globalny zasięg i prestiż ISO;
- inicjatywę *Global Reporting Initiative* (GRI), która zaprojektowała standard CSR (jako jedyny na razie) oparty na sprawozdaniach finansowych i odnoszący się do oceny ekonomiczno-finansowej podmiotu podejmującego społeczną odpowiedzialność; inicjatywa ta jest stale rozwijana i pogłębiana (np. opracowywane są wytyczne dla konkretnych branż czego przykładem są m.in. wytyczne dla przemysłu paliwowego z 2009 roku³), jak i czynione są aktywne starania by jej stosowanie szeroko rozpowszechniało się np. przez publikowanie wzorów raportów w narodowych językach – aktualnie szablony raportowania dostępne jest w 23 językach⁴ i nie wydaje się by zakończono te publikacje (w 2008 roku szablony udostępniono w języku francuskim, japońskim, gruzińskim, portugalskim i hiszpańskim; w 2009 roku w języku słowackim, francuskim, koreańskim, gru-

² <http://isotc.iso.org/livelink/livelink/fetch/2000/2122/830949/3934883/3935096/home.html?nodeid=4451259&vernum=0> (27.02.2010).

³ <http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2009/> (27.02.1020).

⁴ <http://www.globalreporting.org/Home> (27.02.1020).

zińskim, duńskim, fińskim, rosyjskim, tureckim, semickim; a w 2010 roku jak dotychczas w języku polskim 11.01.2010 i węgierskim)⁵;

- Respect Index na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie uruchomiony w listopadzie 2009 roku – pierwszy giełdowy indeks społecznie odpowiedzialnych firm w Europie Środkowo-Wschodniej⁶;
- zaangażowanie się polskiej administracji rządowej i pierwsze inicjatywy dedykowane upowszechnianiu CSR w polskiej perspektywie gospodarczej – m.in. publikacja podręcznika CSR dla sektora MSP pt. *Zrównoważony biznes. Podręcznik dla małych i średnich przedsiębiorstw*⁷ czy powołanie Zespołu ds. Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw⁸ (obie inicjatywy z pierwszej połowy 2009 roku).

Pomimo kryzysu w gospodarce zaangażowanie w ideę CSR jest widoczne tak w skali międzynarodowej, jak i krajowej. Podsumowanie zamieszczono w tabeli 1.

Tabela 1 | Wkład w rozwój i popularyzację CSR od początku kryzysu (tj. okres od 2007 roku do 28.02.2010) – wybrane inicjatywy

Świat	<ul style="list-style-type: none"> finalizacja prac nad ISO26000 rozwój raportowania wg GRI
Polska	<ul style="list-style-type: none"> publikacja pierwszego podręcznika pod auspicjami administracji rządowej pt. <i>Zrównoważony biznes. Podręcznik dla małych i średnich przedsiębiorstw</i> powołanie rządowego Zespołu ds. Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw introdukcja ratingu Respect Index na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne.

Ponadto, postępująca standaryzacja (jak np. ISO, GRI) jest szansą na rozwój idei społecznej odpowiedzialności w biznesie i to niezależnie od kryzysu, ponieważ osadzenie CSR na uniwersalnych, a zarazem subiektywnych wartościach (jak np. poszanowanie praw, odpowiedzialność, uczciwość, etyczne zachowanie) należących jednocześnie do tzw. miękkich cech, powoduje wielką potrzebę obiektywnej i wymiernej oceny. Uczynienie zatem mierzalnym tego co wprost niemierzalne, jest przyszłością rozwoju i postępu w zakresie CSR. Przyszłością, ponieważ będzie

⁵ <http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2008/>; <http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2009/>; <http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2010/> (27.02.1020).

⁶ <http://www.respectindex.pl/respect/artykuly/aktualnosci/odpowiedzialnosc-spoleczna-biznesu-csr>, 40253,1 (12.12.2009).

⁷ Podręcznik dostępny jest online na stronie Ministerstwa Gospodarki <http://www.mg.gov.pl/Gospodarka/Zrownowazonyrozwoj/Aktualnosci/zrownowazonybiznes.htm> (4.10.2009), zaś pełny tekst znaleźć można pod adresem http://www.mg.gov.pl/NR/rdonlyres/580AE0A6-1882-4288-B719-D7F16E658D6A/53568/Podrecznik_zrownowazonybiznes.pdf (4.10.2009).

⁸ Zarządzenie nr 38 Prezesa Rady Ministrów z dnia 8 maja 2009 roku w sprawie powołania Zespołu do spraw Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw, <http://www.mg.gov.pl/NR/rdonlyres/51C3AC5A-5399-4D78-9F4D-766B42A58268/54361/ZarzadzenieNr38.pdf> (4.10.2009), <http://www.mg.gov.pl/Wiadomosci/Przedsiębiorcy/l+posiedzenie+Zespołu+ds+Społecznej+Odpowiedzialności+Przedsiębiorstw.htm> (4.10.2009).

podstawą do obiektywnych porównań i analiz w skali mikro (w danym przedsiębiorstwie, branży) i makro (w globalnej gospodarce), a udoskonalanie mierników wynikające z potrzeby pogłębiania ocen będzie impulsem do poszukiwania lepszych i merytorycznych rozwiązań w obliczu niedosytu informacyjnego aktualnych rozwiązań⁹.

To, że trwający kryzys gospodarczy nie przyczyni się do rezygnacji z idei społecznej odpowiedzialności w biznesie, pozwala również przewidywać edukacja w zakresie CSR. Jest ona obecna w postaci konferencji, warsztatów organizowanych dla poszczególnych grup interesu oraz w szkolnictwie wyższym, gdzie szybko zdobywa coraz większą popularność jako przedmiot włączany w program studiów bądź jej to dedykowane jest tworzenie nowych kierunków studiów¹⁰. Wy tłumaczyć to można społeczną akceptacją CSR, a także społecznym oczekiwaniem odpowiedzialnego biznesu. Co więcej, rosnąca świadomość interesariuszy co do praw jakie im przysługują (np. prawa pracownicze, prawa człowieka, prawo godziwego wynagrodzenia) powodować będzie, że nie będą oni chętni by z nich rezygnować.

Dobrym prognozą dla przyszłości CSR jest również to, że niezależnie od kryzysu finansowego nie ustaje popyt na produkty i usługi ekologiczne mimo ich wyższej ceny od nieekologicznych substytutów¹¹. A skoro jest popyt, to należy spodziewać się, że będzie też podaż. Zainteresowanie wytwarzaniem produktów i usług z poszanowaniem zasad ekologii czy etyki trudno jest określić chwilowym lub krótkotrwałym, biorąc pod uwagę aktualne zapotrzebowanie, oczekiwania społeczeństwa względem biznesu oraz rosnącą świadomość biznesową interesariuszy.

Dalszego upowszechniania się koncepcji CSR w biznesie można również upatrywać w dotychczasowym jej promowaniu na arenie międzynarodowej i przez prestiżowe i opiniotwórcze organizacje (np. ONZ, UE, OECD), co bezpośrednio przekłada się na zaangażowanie poszczególnych członków (krajów czy organizacji partycypujących) i przenosi się do pojedynczych firm. Ponieważ dotychczasowe działania tych organizacji nie były działaniami jednorazowymi (podsumowanie w tabeli 2.), a w czasach kryzysu obserwuje się szczególne zapotrzebowanie na ponadczasowe wartości idei CSR, to można spodziewać się, że instytucje te nadal będą patronowały popularyzacji koncepcji społecznie odpowiedzialnego biznesu, jeśli nie będą włączały się nowe organizacje czy pojawiały nowe inicjatywy.

⁹ Jednym z takich nowych rozwiązań jest audytowanie raportów społecznych i zapewnienie im tzw. *assurance statement*, czyli poddawanie tych raportów obiektywnej weryfikacji przez niezależny podmiot – audytora. Rozwiązanie to wynika z potrzeby interesariuszy otrzymywania merytorycznych informacji a nie kolejnych materiałów marketingowych oraz z chęci zapewnienia przez firmę, że przedstawione dane są wiarygodne. Więcej w: Wilewska (2009: 417–419).

¹⁰ Np. studia podyplomowe w zakresie CSR są w ofercie takich uczelni, jak Uniwersytet Warszawski, Wyższa Szkoła Europejska im. J. Tischnera czy Akademia Leona Koźmińskiego, <http://www.csrinfo.org/pl/wiadomosci/1957-kolejne-podyplomowe-studia-csr> (20.02. 2010).

¹¹ Pokazują to badania konsumenckie prowadzone np. przez firmę Edelman czy Boston Consulting Group – więcej w: Wilewska (2009: 419–420).

Tabela 2 | Dotychczasowe zaangażowanie na arenie międzynarodowej w popularyzowanie idei CSR w biznesie

Organizacja/ instytucja	Rodzaj zaangażowania w aktywne promowanie CSR	Implikacje dla istotności promowania CSR
Organizacja Narodów Zjednoczonych (ONZ)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ pryncypia Global Compact ▶ podręcznik <i>Guidance on Corporate Responsibility Indicators in Annual Reports</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ pierwsza światowa inicjatywa dla CSR i jeden ze standardów CSR ▶ poradnik używania wskaźników CSR w raportach rocznych
OECD	<ul style="list-style-type: none"> ▶ podręcznik <i>OECD Guidelines for Multinational Enterprises</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ rekomendacje zasad CSR dla przedsiębiorstw międzynarodowych
The Global Reporting Initiative (GRI)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ standaryzacja raportowania o CSR 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ standard CSR, jedyny dla oceny ekonomiczno-finansowej CSR i sprawozdań finansowych pojedynczych firm oraz branż
Rynki giełdowe	<ul style="list-style-type: none"> ▶ giełdowe indeksy CSR, szczególnie FTSE4GOOD, Dow Jones Sustainability Index 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ wymienione indeksy to jedne ze standardów CSR służących ocenie kondycji finansowej giełdowych spółek stosujących zasady CSR
Unia Europejska	<ul style="list-style-type: none"> ▶ liczne programy i inicjatywy, jak i dokumenty dedykowane instytucjonalizacji CSR w biznesie, np. <i>Green Papers on CSR</i> 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ aktywna i zaangażowana kampania promocyjno-propagująca CSR w biznesie ▶ oparcie na CSR własnej polityki gospodarczej i konkurencyjności rynku europejskiego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wilewska (2009: 413).

Podsumowanie

Współczesne przedsiębiorstwo to sieć powiązań między wieloma grupami interesariuszy, które wysuwają różne i często sprzeczne roszczenia, ale jednocześnie wpływają na osiągnięte przez firmę wyniki. Relacje te są często skomplikowane i sprzeczne między poszczególnymi grupami, jednak zarządzanie nimi jest konieczne do optymalizacji działalności gospodarczej, do zwiększania wartości przedsiębiorstwa i do maksymalizowania wartości dla inwestorów. Z tego względu idea *corporate social responsibility* nie stoi w sprzeczności z *corporate governance* a stanowi jego wyjaśnienie i uzupełnienie. Jednakże dobrowolny charakter CSR i długoterminowe oczekiwanie na korzyści z prowadzonych społecznie odpowiedzialnych działań, sprzyjają zaniechaniu tej idei w trudnych czasach kryzysu i recesji. Zagrożenia dla dalszego rozwoju CSR są znaczące, ale mimo to można znaleźć poważne przesłanki, że idea społecznej odpowiedzialności biznesu przetrwa, i podobnie jak w związku z Wielkim Kryzysem Gospodarczym XX wieku, będzie rozwijać się.

Bibliografia

Adamczyk, J. (2009) *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE.

Cwynar, A., Cwynar, W. (2002) *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje – systemy – narzędzia*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.

Filek, J. (2006) *Spółeczna Odpowiedzialność Biznesu – tylko moda czy nowy model prowadzenia działalności gospodarczej*. Kraków: UOKiK.

Jerzemska, M. (2002) *Nadzór korporacyjny*. Warszawa: PWE.

Kopaliński, W. (1999) *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych z almanachem*. Warszawa: Muza S.A., s. 282.

Komisja Europejska (2006) *Realizacja Partnerstwa na rzecz wzrostu gospodarczego i zatrudnienia: uczynienie Europy liderem w zakresie odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstw. Komunikat Komisji dla Parlamentu Europejskiego, Rady i Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego*. Bruksela, 22.3.2006, KOM(2006) 136 wersja ostateczna, PL. [Online]. Dostępny na: [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52006DC0136:PL:NOT \(27.02.2010\)](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52006DC0136:PL:NOT (27.02.2010)).

Korpus, J. (2006) *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw w obszarze kształtowania środowiska pracy*. Warszawa: Wydawnictwo Placet.

Paliwoda-Miatolańska, A. (2009) *Odpowiedzialność społeczna w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

Prezes Rady Ministrów, (2009) Zarządzenie nr 38 z dnia 8 maja 2009 roku w sprawie powołania Zespołu do spraw Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw, [Online]. Dostępny na: <http://www.mg.gov.pl/NR/rdonlyres/51C3AC5A-5399-4D78-9F4D-766B42A58268/54361/Zarządzenie38.pdf> (4.10.2009).

Rudolf, S., Janusz, T., Stos, D., Urbaneck, P. (2002) *Efektowny nadzór korporacyjny – teoria i praktyka*. Warszawa: PWE.

Rybak, M. (2004) *Etyka menedżera – społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Dubisz, S. (red.) (2003) *Uniwersalny słownik języka polskiego*, t. 2, K-Ó, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Urbaneck, P. (2006) *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*. Warszawa: PWE.

Wawrzyniak, B. (1999) *Odnawianie przedsiębiorstwa - na spotkanie XXI wieku*. Warszawa: Poltex.

Wolowiec, T. (2004) Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw nowa formuła zarządzania. *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstw*, 3.

Wilewska, M. (2009) Idea społecznej odpowiedzialności biznesu w warunkach obecnego kryzysu gospodarczego oraz perspektywy jej dalszego rozwoju. W: *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*. Sopot: Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 1.

Źródła internetowe

<http://isotc.iso.org/livelink/livelink/fetch/2000/2122/830949/3934883/3935096/home.html?nodeid=4451259&vernum=0> (27.02.2010).

[http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2009/\(27.02.2010\)](http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2009/(27.02.2010)).

<http://www.globalreporting.org/Home> (27.02.2010).

[http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2008/\(27.02.2010\)](http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2008/(27.02.2010)).

[http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2009/\(27.02.2010\)](http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2009/(27.02.2010)).

[http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2010/\(27.02.2010\)](http://www.globalreporting.org/NewsEventsPress/LatestNews/2010/(27.02.2010)).

<http://www.respectindex.pl/respect/artykuly/aktualnosci/odpowiedzialnosc-spoeczna-biznesu-csr>, 40253,1 (12.12.2009).

<http://www.csinfo.org/pl/wiadomosci/1957-kolejne-podyplomowe-studia-csr> (27.02.2010).

<http://www.globalreporting.org/GRIReports/GRIReportsList/>

<http://www.unglobalcompact.org/participants/search>

<http://www.mg.gov.pl/Gospodarka/Zrownowazonyrozwoj/Aktualnosci/zrownowazonybiznes.htm> (4.10.2009).

http://www.mg.gov.pl/NR/rdonlyres/580AE0A6-1882-4288-B719-D7F16E658D6A/53568/Podrecznik_zrownowazonybiznes.pdf (4.10.2009).

<http://www.mg.gov.pl/Wiadomosci/Przedsiębiorcy/l+-posiedzenie+Zespołu+ds+Społecznej+Odpowiedzialności+Przedsiębiorstw.htm> (4.10.2009).

Równe traktowanie akcjonariuszy w świetle orzecznictwa Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej

Dr Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka | Katedra Prawa Gospodarczego Prywatnego,
WPiA UKSW w Warszawie, Radca Prawny | aleksandra.zablocka@wp.pl

| Streszczenie

Zasady OECD dotyczące *corporate governance* stanowią w części 1 III o równym traktowaniu akcjonariuszy. Także w wielu aktach prawa Unii Europejskiej (a w konsekwencji też w regulacjach krajowych stanowiących ich transpozycję) pojawiają się odniesienia do równości akcjonariuszy. Jednakże w omawianym w artykule wyroku w sprawie C-1001/08 *Audiolux* Trybunał Sprawiedliwości uznał, że równe traktowanie akcjonariuszy nie stanowi ogólnej zasady prawa UE. W świetle tego orzeczenia trudno sobie także wyobrazić, aby Trybunał Sprawiedliwości był gotów uznać w przyszłości jakąś inną regułę z zakresu szeroko rozumianego prawa spółek za ogólną zasadę prawa UE.

| Wprowadzenie

Zasady OECD dotyczące *corporate governance* stanowią w części 1 III o równym traktowaniu akcjonariuszy. Także w wielu aktach prawa Unii Europejskiej (a w konsekwencji też w regulacjach krajowych stanowiących ich transpozycję) pojawiają się odniesienia do równości akcjonariuszy. Jako przykłady można wskazać:

- art. 42 drugiej dyrektywy Rady 77/91/EWG z dnia 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. L 26 z 31.01.1977: 1–13);
- „trzecią zasadę ogólną” oraz „siedemnasty przepis dodatkowy” zalecenia Komisji 77/534/EWG z dnia 25 lipca 1977 r. ustanawiającego europejski kodeks postępowania dotyczący transakcji na papierach wartościowych (Dz.U. L 212, z 20.8.1977: 37–43);
- schemat C, pkt 2 lit. a) załącznika do dyrektywy Rady 79/279/EWG z dnia 5 marca 1979 r. koordynującej warunki dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego, zachowanym w skonsolidowanej wersji dyrektywy z dnia 28 maja 2001 r. (Dyrektywa 2001/34/WE, Dz.U. L 184 z 6.7.2001: 1–66);
- art. 3 ust. 1 lit. a) w związku z motywem ósmym dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie ofert przejęcia (Dz.U. L 142 z 30.4.2004: 12–23).

To co łączy wyżej wymienione regulacje prawa UE to dosyć duży stopień precyzyjności (szczegółowość) oraz fakt, że są to części aktów prawa pochodnego, pochodzącego od instytucji Unii. Można je interpretować niezależnie (tzn. postrzegać je jakoby nietworzące spójnej całości czarne punkty na białej kartce papieru) lub też próbować poszukiwać w nich źródła ogólnej zasady prawa Unii Europejskiej (tzn. postrzegać je jako wystarczające elementy do rozpoznania nowego obrazu). **Trybunał Sprawiedliwości UE** w omówionym poniżej orzeczeniu w sprawie C-101/08 *Audiolux* **uznał, że zasada równego traktowania akcjonariuszy nie jest ogólną zasadą prawa UE, a stanowisko to ma ogromne znaczenie dla całego prawa spółek.**

1 | Ogólne zasady prawa Unii Europejskiej jako źródło prawa Unii Europejskiej

Ogólne zasady prawa UE są dziełem Trybunału Sprawiedliwości UE (Mik 2000: 518). Uzasadnieniem dla ich artykułowania jest to, iż zgodnie z art. 19 TFUE *in fine* (przed Traktatem z Lizbony art. 220 TWE) Trybunał zapewnia poszanowanie prawa w wykładni i stosowaniu Traktatów. Trybunał Sprawiedliwości czerpie przy tym z tradycji prawnych państw członkowskich oraz z prawa międzynarodowego. Choć miejsce ogólnych zasad prawa UE w hierarchii źródeł prawa nie jest do końca jasne (Jaśkowski 2007), nie ulega wątpliwości, że odgrywają one olbrzymią rolę w procesie wykładni prawa UE i wypełnianiu luk prawnych, które stanowią immanentną część tego stale rozwijającego się porządku prawnego. Uznanie, iż pewna reguła ma charakter ogólnej zasady prawa UE sprawia, że otrzymuje ona „honorową” pozycję wśród źródeł prawa i że prawo pochodne musi być zgodne z taką regułą. Do ogólnych zasad prawnych Trybunał Sprawiedliwości zaliczył dotychczas takie, które są ściśle związane z zasadami strukturalnymi UE – m.in. zasadę proporcjonalności, zasadę jasności prawa, zasadę prawa

jednostki do skutecznej ochrony prawnej, zasadę ochrony uzasadnionych oczekiwań czy zasadę solidarności.

2 | Stan faktyczny i zagadnienia przedstawione Trybunałowi Sprawiedliwości w sprawie C-101/08 *Audiolux*

Problem tego, czy w prawie Unii Europejskiej można mówić o ogólnej zasadzie równego traktowania akcjonariuszy, ze wszystkimi konsekwencjami wynikającymi z takiego stanowiska, ujawnił się w konflikcie jaki powstał pomiędzy akcjonariuszami luksemburskiej spółki akcyjnej RTL. Audiolux SA oraz inni skarżący w postępowaniu przed sądem krajowym byli akcjonariuszami mniejszościowymi w spółce RTL, której akcje notowane były na giełdach w Luksemburgu, Brukseli i Londynie. Przed wydarzeniami leżącymi u podstaw wyjściowego sporu prawnego spółka GBL posiadała 30% akcji spółki RTL. Spółka Bertelsmann posiadała udział w wysokości 80% w spółce Bertelsmann BWTV, pozostałe 20% znajdowało się w posiadaniu spółki WAZ. Spółka BWTV posiadała 37% akcji RTL, brytyjska grupa Pearson Television udział w wysokości 22%, pozostali zaś akcjonariusze 11%, wśród nich także spółka Audiolux. W drodze wielu transakcji w pierwszej połowie roku 2001 spółka GBL przeniosła swój udział w kapitale spółki RTL w wysokości 30% w zamian za 25% kapitału spółki Bertelsmann. W grudniu 2001 roku spółka Bertelsmann nabyła udział w Pearson Television. Następnie spółka RTL zażądała cofnięcia zezwolenia na publiczny obrót nimi na londyńskiej giełdzie. Przeniesienie udziału w spółce GBL na spółkę Bertelsmann było przedmiotem, wniesionej przez Audiolux i innych akcjonariuszy mniejszościowych przeciwko spółce GBL, spółce Bertelsmann i spółce RTL Group, a także przeciwko innym członkom zarządu RTL Group, skargi o stwierdzenie nieważności porozumienia pomiędzy spółką GBL i spółką Bertelsmann, poprzez które spółka GBL przeniosła swój 30% udział w kapitale RTL na grupę Bertelsmann, w zamian zaś otrzymała 25% kapitału spółki Bertelsmann. Pomocniczo skarżący w postępowaniu przed sądem krajowym zażądali zasądzenia od pozwanych odszkodowania jako od dłużników solidarnych, a także zezwolenia na sprzedaż ich udziałów na tych samych warunkach. Sądy niższych instancji nie miały wątpliwości, że żądania skarżących nie zasługują na uznanie. Jednakże *Cour de cassation*, biorąc pod uwagę argumenty skarżących, powziął wątpliwość, co do tego, czy nie istnieje ogólna zasada prawa UE dotycząca równego traktowania akcjonariuszy w prawie spółek, która chroni akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku przejęcia kontroli przez inną spółkę, a mianowicie w ten sposób, że są oni uprawnieni do zbycia swoich papierów wartościowych na tych samych warunkach jak wszyscy inni akcjonariusze. Zadał więc Trybunałowi Sprawiedliwości trzy pytania (sprawa C-101/08). Po pierwsze, pragnął ustalić, czy odniesienia do równości akcjonariuszy, a konkretnie do ochrony akcjonariuszy mniejszościowych są wyrazem ogólnej zasady prawa UE. Po drugie, czy ta zasada ogólna prawa UE winna być stosowana wyłącznie w stosunkach między spółką a jej akcjonariuszami, czy też obowiązuje ona również w stosunkach między akcjonariuszami większościowymi sprawującymi lub przejmującymi kontrolę nad spółką a akcjonariuszami mniejszościowymi tej spółki, w szczególności w przypadku spółki, której akcje są notowane na giełdzie papierów wartościowych? I wreszcie, po trzecie czy należy uznać, że ta zasada ogólna prawa UE, istniała i obowiązywała w stosunkach

między akcjonariuszami większościowymi i mniejszościowymi w rozumieniu pytania drugiego jeszcze przed wejściem w życie ww. dyrektywy 2004/25 WE, a jeśli tak, to czy należy uznać, że było tak jeszcze zanim wystąpiły okoliczności będące przedmiotem sporu, które miały miejsce w pierwszym kwartale 2001 roku?

3 | Stanowisko rządu polskiego przedstawione w sprawie C-101/08 *Audiolux*

Doniosłość zagadnień przestawionych Trybunałowi Sprawiedliwości do rozpoznania sprawiła, że w tej sprawie swe stanowisko przedstawiło kilka rządów państw członkowskich oraz Komisja. Rząd polski (podobnie jak rząd francuski) zaprezentował pogląd, że zasada równego traktowania akcjonariuszy stanowi ogólną zasadę prawa UE. Innego zdania był natomiast rząd irlandzki i Komisja. Rząd polski uznał, iż zasada równego traktowania akcjonariuszy jest podstawową zasadą europejskiego i krajowego prawa spółek, która znajdowała zastosowanie już na długo przed wejściem w życie dyrektywy 2004/25. Zasada ta uznana jest wyraźnie lub w sposób dorozumiany w wielu wspólnotowych aktach prawnych. Jednocześnie rząd polski zasygnalizował jednak, że z racji ogólności, zasada ta nie może być stosowana bezpośrednio, a zatem skierowana jest w pierwszej kolejności do prawodawcy. Zasada ta wymaga jedynie jednakowego traktowania podobnych sytuacji, przy czym pozostawia możliwość zróżnicowanego traktowania, o ile jest ono obiektywnie uzasadnione. Zgodnie z tą zasadą akcjonariusze posiadają te same prawa w wymiarze ich odpowiedniego uczestnictwa w majątku spółki, z uwzględnieniem szczególnych praw akcjonariuszy mniejszościowych ustanowionych dla ich ochrony. Zasady te biorą jednak pod uwagę szczególną sytuację akcjonariuszy mniejszościowych wobec akcjonariuszy większościowych oraz musiały zostać ustanowione w ten sposób przez prawodawcę. W odniesieniu do pytania drugiego rząd polski podniósł, że zasada równości akcjonariuszy znajduje zastosowanie wyłącznie w stosunkach pomiędzy spółką a jej akcjonariuszami, a w konsekwencji, że akcjonariusze zasadniczo nie są zobowiązani do uwzględniania interesów innych akcjonariuszy.

4 | Opinia rzecznika generalnego i wyrok w sprawie C-101/08 *Audiolux*

Zdecydowanie bardziej powściągliwi w postrzeganiu równego traktowania akcjonariuszy jako zasady ogólnej prawa UE była rzecznik generalny Verica Trstenjak oraz Trybunał Sprawiedliwości. Zarówno w opinii przedstawionej w tej sprawie w dniu 30 czerwca 2009 roku, jak i w wyroku z dnia 15 października 2009 roku udzielona została odpowiedź negatywna na wszystkie pytania postawione przez *Cour de cassation*. W rezultacie uznano, iż w obecnym stanie prawa UE nie istnieje ogólna zasada prawa UE – zasada równego traktowania akcjonariuszy. Co więcej z uzasadnienia wyroku Trybunału Sprawiedliwości oraz z opinii rzecznika generalnego zaprezentowanego w omawianej sprawie można wysnuć wniosek, że charakter zasad ogólnych wyklucza uznanie równego traktowania akcjonariuszy za ogólną zasadę prawa UE także w przyszłości.

Trybunał Sprawiedliwości podkreślił, że okoliczność, iż wtórne prawo UE przewiduje pewne przepisy związane z ochroną akcjonariuszy mniejszościowych, nie wystarcza sama w sobie do stwierdzenia istnienia ogólnej zasady prawa UE, w szczególności gdy ich zakres stosowania jest ograniczony do dokładnie określonych i niewątpliwych uprawnień. Uznał przy tym, że przywołane przez sąd krajowy przepisy, mają zastosowanie do sytuacji dokładnie określonych i wyraźnie odmiennych od będącej przedmiotem postępowania przed sądem krajowym. Przepisy te ograniczają się zasadniczo do uregulowania bardzo szczególnych sytuacji w prawie spółek, w których nakładają one na spółkę określone zobowiązania w celu ochrony wszystkich akcjonariuszy. Brakuje im zatem ogólnego charakteru, który jest naturalną cechą ogólnych zasad prawnych. W szczególności, określony w art. 42 drugiej dyrektywy obowiązek zagwarantowania równego traktowania akcjonariuszy znajdujących się w takiej samej sytuacji stosuje się – jak wynika z wtrącenia „w celu stosowania niniejszej dyrektywy” – wyłącznie w ramach tej dyrektywy – czyli, jak to uściślono w jej motywie piątym, w ramach podwyższania i obniżania kapitału. Trybunał Sprawiedliwości przypomniał także, że już w wyroku z dnia 18 grudnia 2008 roku w sprawie C-338/06 *Komisja przeciwko Hiszpanii* odrzucił szeroką wykładnię art. 42 drugiej dyrektywy i uznał, że nie może ona powodować pozbawienia skuteczności art. 29 ust. 4 tej dyrektywy dotyczącego warunków umożliwiających ograniczenie prawa pierwszeństwa. Ponadto zdaniem Trybunału Sprawiedliwości, choć motyw 8 dyrektywy 2004/25 wzmiankuje ogólne zasady prawa UE, niemniej jednak motyw ten dotyczy tylko gwarancji proceduralnych i nie jest związany z jakąkolwiek zasadą równego traktowania akcjonariuszy, natomiast z użycia określenia „zasady ogólne” w art. 3 tej dyrektywy nie można wywnioskować, że prawodawca dążył do utożsamienia zasad określonych w tym artykule z ogólnymi zasadami prawa UE, a jedynie chodzi o zasady przewodnie dla stosowania wspomnianej dyrektywy przez państwa członkowskie. Rzecznik generalny wskazała dodatkowo, że koncepcja równego traktowania akcjonariuszy ograniczona jest w swoim obowiązywaniu do prawa spółek UE i jej państw członkowskich, a zatem do określonej dziedziny prawa, z takim skutkiem, że brak jej cechy ogólnego obowiązywania. To stwierdzenie odróżnia wyraźnie koncepcję równego traktowania akcjonariuszy od faktycznie uznanych za takie przez Trybunał ogólnych zasad prawnych o randze konstytucyjnej.

Rzecznik generalny wskazała także, że funkcją ogólnych zasad prawnych, jaką jest uzupełnianie luk, co powoduje, że powoływanie się na nie w dziedzinach wykazujących dużą intensywność regulacji, takich jak prawo spółek, jest mniej pożądane niż w dziedzinach o słabszym stopniu regulacji. Rozumowanie to przejął także Trybunał Sprawiedliwości rozważając, kwestię czy traktowanie, którego domaga się Audiolux, może być rozumiane jako specyficzny wyraz w dziedzinie prawa spółek ogólnej zasady równego traktowania. Zdaniem Trybunału, ogólna zasada równego traktowania nie może sama w sobie skutkować powstaniem szczególnego obowiązku nałożonego na akcjonariusza dominującego na korzyść innych akcjonariuszy ani określać konkretnych sytuacji, z którymi wiąże się ten obowiązek. Ustanowienie obowiązku nałożonego na dominującego akcjonariusza oraz określenie warunków, które powodują powstanie tego obowiązku, wymagałoby bowiem podjęcia decyzji, czy w szczególnej sytuacji, w której akcjonariusz przejmuje lub wzmacnia kontrolę nad spółką, akcjonariusze mniejszościowi potrzebują szczególnej ochrony, która musiałaby zostać zrealizowana przez nałożenie obowiązku na akcjonariusza

dominującego. Taka decyzja zakładałaby rozważenie zarówno interesów akcjonariuszy mniejszościowych i akcjonariusza dominującego, jak i znaczących konsekwencji w dziedzinie nabywania przedsiębiorstw, oraz wymagałaby konkretnego wyrazu zgodnie z zasadą pewności prawa tak, aby zainteresowani mieli możliwość jednoznacznego poznania swoich praw i obowiązków oraz podjęcia w związku z tym odpowiednich działań. Trybunał Sprawiedliwości wskazał, że nawet przy założeniu, że akcjonariusze mniejszościowi wymagają szczególnej ochrony, można przewidzieć inne środki zapewnienia tej ochrony, z których należy dokonać wyboru, a ogólna zasada równego traktowania nie może determinować wyboru pomiędzy różnymi wyobrażalnymi środkami ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, zaproponowanymi przez akty wtórnego prawa UE. Konkluzja Trybunału Sprawiedliwości była zatem następująca: zasada taka, jakiej istnienie sugeruje Audiolux, zakłada wybór o charakterze legislacyjnym, opierający się na rozważeniu danych interesów i ustaleniu z góry dokładnych i szczegółowych przepisów i nie można jej wprowadzać z ogólnej zasady równego traktowania.

| Podsumowanie

Wyrok w sprawie C-101/08 *Audiolux* przyniósł zatem odpowiedź na pytania postawione przez *Cour de cassation* – nie obowiązuje w prawie UE ogólna zasada równego traktowania akcjonariuszy. Co więcej w świetle tego orzeczenia trudno sobie także wyobrazić, aby Trybunał Sprawiedliwości był gotów uznać w przyszłości jakąś inną regułę z zakresu szeroko rozumianego prawa spółek za ogólną zasadę prawa UE. W przypadku problemów w interpretacji przepisów poszczególnych dyrektyw lub w razie wątpliwości co do zgodności prawa krajowego z prawem UE odwoływać się będzie zatem do precyzyjnych reguł traktatowych. Wyrok ten można także traktować jako pewną sugestię skierowaną do prawodawcy UE, by dokładnie i rozważnie, nie pomijając jakichś aspektów sprawy, regulował, zagadnienia należące do materii prawa spółek. Oznaczać to może, iż przepisy uchwalanych dyrektyw będą bardziej rozbudowane, tak aby w przyszłości nie powstawały wątpliwości co do ich wykładni. Orzeczenie to może też stać się impulsem do przyjęcia pewnych regulacji na poziomie europejskim, choćby dotyczących ważnego dla *corporate governance* zagadnienia *empty voting*.

B i b l i o g r a f i a

Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji, Dz.U. L 184 z 6 lipca 2001 roku, s. 1–66. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 06, t. 04, P. 24–89.
Dz.U. L 212, z 20 sierpnia 1977 roku, s. 37–43.
Dz.U. L 142 z 30 kwietnia 2004 roku, s. 12–23. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 17, t. 02, P. 20–31.
Dz.U. L 26 z 31 stycznia 1977 roku, s. 1–13. Polskie wydanie specjalne: rozdz. 17, t. 01, P. 8–20.

Jaśkowski, M. (2007) Miejsce podstawowych zasad ogólnych prawa wspólnotowego w hierarchii wspólnotowych źródeł prawa. W: Mik, C. (red.) *Zasady ogólne prawa wspólnotowego*. Toruń: TNOiK, s. 55–86

Mik, C. (2000) *Europejskie prawo wspólnotowe. Zagadnienia teorii i praktyki*. T. I. Warszawa: C.H. Beck

Opinia rzecznika generalnego Vericy Trstenjak w sprawie C-101/08 *Audiolux SA* i in. przeciwko *Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL)* i in., Bertelsmann AG i in. przedstawiona dnia 30 czerwca 2009 r. Dostępny na: <http://curia.europa.eu> (1.03.2010).

Wyrok TS z dnia 15 października 2009 r. wydany w sprawie C-101/08 *Audiolux SA* i in. przeciwko *Groupe Bruxelles Lambert SA (GBL)* i in., Bertelsmann AG i in. Dostępny na: <http://curia.europa.eu> (1.03.2010).

Ryzyko a ład korporacyjny

Mgr Marta Chabras-Wiśniewska | Akademia Leona Koźmińskiego | marta_chabras@wp.pl

| Streszczenie

Celem pracy było ukazanie sposobu oceny działania zarządzania ryzykiem korporacyjnym ERM. Problem główny w niniejszej pracy sprowadzał się do pytania: Czy ocena ładu korporacyjnego zawiera pomiar poziomu zarządzania ryzykiem polegający na ocenie ogólnej skuteczności wewnętrznych mechanizmów nadzoru.

Po dokonaniu analizy oceny ładu korporacyjnego można powiedzieć, że pomaga on w ustaleniu wewnętrznej hierarchii działań dotyczących zarządzania ryzykiem, w sposób zgodny z celami i strategią biznesową. Obecna sytuacja rynkowa wymusza opracowanie jak najlepszego podejścia do zarządzania i zmniejszenia ryzyka. Dlatego też, Grant Thornton sporządził opracowanie dotyczące elementów zarządzania ryzykiem korporacyjnym (ERM), które jest ogniwem łączącym wszystkie zasady ładu korporacyjnego, a także jako siła napędowa pobudza do tego, że ład korporacyjny „funkcjonuje” oraz „działa”.

Celem artykułu jest próba wskazania sposobu oceny działania zarządzania ryzykiem korporacyjnym ERM (ang. *Enterprise Risk Management*). W związku z tym należy zastanowić się jakie czynniki powinny być wzięte pod uwagę przy dokonywaniu takiej oceny oraz identyfikowaniu metod, które pozwolą na przeprowadzenie pomiaru ich wartości, zgodnie z myślą: *You can't manage what you can't measure*, czyli „Nie da się zarządzać tym, czego nie da się zmierzyć (ocenić)”¹. W związku z założonym celem pracy, postawiono następującą hipotezę badawczą: czy ocena ładu korporacyjnego zawiera pomiar poziomu zarządzania ryzykiem, polegający na ocenie ogólnej skuteczności wewnętrznych mechanizmów nadzoru. Poszukiwanie odpowiedzi na to pytanie wymagać będzie rozwiązania szczegółowego problemu badawczego: czy kierownictwo prowadzi firmę w sposób zgodny z interesami jej inwestorów i innych głównych interesariuszy oraz czy przekazuje wszystkie informacje mające znaczenie z punktu widzenia ich interesów?

Przed wszystkim w tym miejscu należy zwrócić uwagę, że aby pomóc przedsiębiorstwom i innym organizacjom w ocenie i usprawnieniu systemów kontroli wewnętrznej, Komitet

¹ <http://www.pwcservices.com>, (23.02.2010).

Organizacji Sponsorujących Komisji Treadwaya (COSO)² opublikował opracowanie pt.: *Kontrola wewnętrzna zintegrowana struktura ramowa (Internal Control - Integrated Framework)*. Struktura ta została następnie wprowadzona do strategii, zasad i przepisów i używana jest przez tysiące przedsiębiorstw do lepszej kontroli swoich działań podejmowanych w celu osiągnięcia wyznaczonych celów (Dziadosz i in. 2007).

Zainteresowanie zarządzaniem ryzykiem wzrosło w ostatnich latach w znacznym stopniu tak w Polsce, jak i na całym świecie, przede wszystkim z powodu zwiększenia się ryzyka w gospodarce, zwłaszcza ryzyka finansowego. I tak pojęcie zarządzania ryzykiem obejmuje wszelkie działania w kierunku redukcji, rozproszenia i wykorzystania ryzyka (Jajuga 2007).

Zauważyć należy, że jest ono dziedziną zarządzania, która za główny cel stawia sobie (Kaczmarek 2008):

- zapewnienie bezpieczeństwa i stabilizacji finansowej przedsiębiorstwa,
- ochronę aktywów, zdolności operacyjnej oraz reputacji firmy przed zagrożeniami które mogłyby zniszczyć lub załamać jej potencjał,
- dbanie o wysoki poziom kultury organizacyjnej, sprawności i świadomości menedżerów, jak również wszystkich pracowników przedsiębiorstwa,
- nie bez znaczenia staje się fakt podniesienia konkurencyjności firmy przez zwiększenie jej zdolności do podejmowania większego ryzyka w sposób kontrolowany.

Zarządzanie ryzykiem, które prowadzone jest w sposób kontrolowany nie stanowi dla firmy kosztu, tylko wartość dodaną.

Warto podkreślić, że wdrożenie przez zarząd całościowego dopracowanego systemu zarządzania ryzykiem korporacyjnym, jak również konsekwentne egzekwowanie przestrzegania jego praw przez cały okres sprawowania roli kierowniczej, sprzyja nie tylko możliwości zdobycia właściwego i konkretnego źródła informacji o możliwie najmniejszych „zakątkach” firmy, lecz także przyczynia się do zmiany dotyczącej jakości w kulturze zarządzania przedsiębiorstwem. Zarządy tych firm z reguły nie małą kłopotów, żeby natychmiast dostarczyć radzie nadzorczej dostatecznych i dogłębnych informacji o praktycznych działaniach na rzecz identyfikacji i zarządzania w wyznaczonym obszarze ryzyka korporacyjnego.

Do zadań zarządów należy zarządzanie powierzonym im dobrem, tj. majątkiem, kapitałem, ludźmi, a także ich wiedzą, marką i przywiązaniem klientów do firmy. Z przyjętych na siebie zadań muszą się wywiązać jak najlepiej, chociaż nie jest to łatwe, a jak pokazuje praktyka – rzadko bywa wykonalne. I właśnie na tym polu działania opiera się praktyka *corporate governance*, której zasady służyć będą do regulacji relacji pomiędzy organami spółki a akcjonariuszami

² Amerykańska organizacja sektora prywatnego COSO (The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission) zawarta w dokumencie pod nazwą *Enterprise Risk Management – Integrated Framework* – we wrześniu 2004 roku wydała opracowanie *Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym – zintegrowana struktura ramowa* – zwaną szeroko jako COSO II.

czy interesariuszami. Oczywiście jest, że prawa ładu korporacyjnego muszą gwarantować, że rada nadzorcza będzie dostrzegała w długiej perspektywie rozwój firmy i w razie zaistniałych konieczności powinna ustrzec udziałowców przed nadużyciami zarządu, a także wpływowego kierownictwa. Ponadto musi ona regulować zasady komunikacji, jak również powinna dokonać podziału kompetencji zadań między tymi dwoma ośrodkami władania spółką.

Nawiązując do dzisiejszej sytuacji rynkowej, jak również do potrzeby wypracowania przez organizację możliwie jak najlepszego podejścia do zarządzania i minimalizacji ryzyka Grant Thornton U.S. sporządził opracowanie zawierające elementy zarządzania ryzykiem korporacyjnym (ang. *Enterprise Risk Management – ERM*)³.

ERM stawia sobie za cel objęcie swoim metodycznym działaniem wszystkich rodzajów ryzyka, jakie mogą występować w firmie. Priorytetowym zadaniem ERM jest szybkie reagowanie na antycypowane ryzyka i wyprzedzanie ich wystąpienia przeciwdziałaniem firmy. Właśnie takie zarządzanie ryzykiem, będące wyeksponowanym elementem *corporate governance*, współistniejącym z kontrolingiem i audytem wewnętrznym, może zagwarantować skoncentrowanie uwagi zarządu na najważniejszych rodzajach ryzykach, a tym samym ochronie interesów udziałowców przedsiębiorstwa. Tak pojęte zarządzanie ryzykiem gospodarczym, w długim horyzoncie czasowym przekłada się na:

- ochronę aktywów, operacji, wizerunku i majątku firmy oraz maksymalizację jej zysków,
- zapewnienie bezpieczeństwa i stabilizacji finansowej przedsiębiorstwa (kontrolowanie zmienności *cash flow*),
- zwiększenie odporności przedsiębiorstwa na sporadycznie występujące duże straty majątkowe oraz zmniejszenie ich maksymalnej wartości,
- zwiększenie zdolności do szybkiego podniesienia się po odniesionym „uderzeniu”,
- zmniejszenie warunków niepewności, w jakich na co dzień podejmują decyzje poszczególni menedżerowie.

Podstawowym założeniem zarządzania ryzykiem korporacyjnym jest, że każdy podmiot gospodarczy istnieje, aby uzyskać jak największe korzyści dla swoich udziałowców. Oczywiście jest, że wszystkie podmioty borykają się z niepewnością, a zadaniem zarządów jest wyznaczenie poziomu niepewności, jaki organizacja może przyjąć, podczas gdy dąży do zwiększania swojej wartości. Niepewność jest źródłem zarówno ryzyka, jak i szans, czyli posiada potencjał zniszczenia lub zwiększenia wartości. Można powiedzieć, że zarządzanie ryzykiem korporacyjnym umożliwia zarządom skuteczne radzenie sobie z niepewnością, a także związanym z nią ryzykiem i szansami, zwiększając zdolność do budowania wartości.

³ ERM – *Enterprise Risk Management* – ma wiele synonimów w języku angielskim: *holistic risk management*, *integrated risk management*, *business risk management* oraz polskim: zintegrowane zarządzanie ryzykiem, holistyczne (całościowe) zarządzanie ryzykiem czy zarządzanie ryzykiem gospodarczym oraz zarządzanie ryzykiem korporacyjnym.

Należy zauważyć, że wartość zwiększa się wówczas, gdy zarząd tak buduje strategię i cele, aby osiągnąć optymalną równowagę pomiędzy wzrostem i założonymi zyskami a ryzykiem, jak również wtedy, gdy skutecznie i efektywnie wykorzystuje zasoby do realizacji celów organizacji.

Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym obejmuje (Moeller 2007):

- uzgodnienie apetytu na ryzyko ze strategią – zarząd uwzględnia akceptowany poziom ryzyka przy ocenie alternatyw strategicznych, ustalaniu celów i wprowadzaniu mechanizmów zarządzania ryzykiem;
- wzmocnienie decyzji w sprawie reakcji na ryzyko – zarządzanie ryzykiem korporacyjnym stanowi ramy identyfikacji i wyboru spośród różnych reakcji na ryzyko unikania, ograniczania, dzielenia się i akceptacji;
- minimalizacja niespodzianek i strat operacyjnych – podmioty uzyskują lepszą zdolność przewidywania potencjalnych zdarzeń i przygotowania reakcji na nie, ograniczając tym samym niespodzianki i związane z nimi koszty lub straty;
- identyfikowanie i zarządzanie wieloma rodzajami ryzyka w całym przedsiębiorstwie – każda firma narażona jest na tysiące rodzajów ryzyka dotyczących wszelkich części organizacji; zarządzanie ryzykiem korporacyjnym ułatwia efektywną reakcję na powiązane ze sobą skutki oraz zintegrowaną odpowiedź na wielorakie rodzaje ryzyka;
- wykorzystywanie możliwości – przez uwzględnienie pełnego zakresu możliwych zdarzeń, zarząd jest w stanie zidentyfikować i proaktywnie wykorzystać szanse;
- lepsze wykorzystanie kapitału – posiadanie pewnych informacji na temat ryzyka pozwala zarządowi na efektywną ocenę potrzeb kapitałowych i lepszą alokację środków.

Powyższe cechy zarządzania ryzykiem korporacyjnym pomagają zarządom w realizacji założonych wyników i zysków oraz w zapobieganiu stratom. Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym pomaga w prowadzeniu efektywnej sprawozdawczości oraz w przestrzeganiu prawa, ponadto pomaga uniknąć zniszczenia reputacji firmy i związanych z tym konsekwencji. Podsumowując, zarządzanie ryzykiem korporacyjnym pomaga przedsiębiorstwu przejść przez wytyczoną drogę zmierzającą do osiągnięcia zamierzonego celu dzięki unikaniu po drodze pułapek i niespodzianek.

Można powiedzieć, że celem zarządzania ryzykiem korporacyjnym w żadnym razie nie jest krępowanie potencjału rozwojowego firmy czy też kompetencji i decyzji menedżerów. Sprawnie funkcjonujący system zarządzania ryzykiem, oparty na kulturze „świadomości ryzyka”, pozwala zarządowi skoncentrować się na budowaniu strategii rozwoju, wartości i konkurencyjności firmy. Z pewnością, firmy zarządzające ryzykiem mogą w sposób kontrolowany podjąć wyższe ryzyko niż przeciętna firma z branży – a więc osiągać wyższe zyski i być bardziej konkurencyjne.

ERM, czyli zarządzanie ryzykiem korporacyjnym jest węzłem łączącym wszystkie zasady ładu korporacyjnego, jest również siłą napędową powodującą, że ład korporacyjny „funkcjonuje”.

Byłabym skłonna w tym miejscu postawić tezę, że bez rozwiniętego ERM w przedsiębiorstwie, zasady *corporate governance* zaczynają się i kończą na papierze.

Definicja w ujęciu COSO II brzmi: „zarządzanie ryzykiem korporacyjnym jest procesem, który realizowany jest przez zarząd bądź kierownictwo, a także inny personel przedsiębiorstwa zaznaczonym w strategii i całym przedsiębiorstwie, którego celem jest rozróżnienie potencjalnych zdarzeń, mogących mieć znaczący wpływ na przedsiębiorstwo, czy utrzymanie ryzyka w zaplanowanych granicach oraz przemyślane zapewnienie realizacji celów przedsiębiorstwa”. Definicja zawiera kilka fundamentalnych pojęć. Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym jest:

- ▮ procesem, zachodzącym w całym przedsiębiorstwie,
- ▮ realizowane przez ludzi na każdym szczeblu organizacji,
- ▮ uwzględnione w strategii,
- ▮ uwzględniane w całym przedsiębiorstwie, na każdym szczeblu i w każdej jednostce i obejmuje postrzeganie ryzyka z poziomu całości przedsiębiorstwa,
- ▮ stworzone po to, aby móc identyfikować potencjalne zdarzenia, które jeśli będą mieć miejsce – wpłyną na przedsiębiorstwo oraz, aby utrzymywać ryzyko w określonych granicach,
- ▮ jest w stanie zapewnić rozsądny poziom pewności kierownictwu i zarządowi przedsiębiorstwa,
- ▮ skierowane ku osiągnięciu celów w jednej lub kilku nakładających się na siebie kategoriach.

Powyższa definicja jest obszerna celowo, ponieważ obejmuje zasadnicze koncepcje leżące u podstaw zarządzania ryzykiem i jest podstawą jego zastosowania w organizacjach oraz sektorach gospodarki. Skupia się bezpośrednio na realizacji celów ustalonych przez dany podmiot i definicji efektywności zarządzania ryzykiem korporacyjnym.

Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym składa się z ośmiu powiązanych elementów, które wynikają ze sposobu zarządzania przedsiębiorstwem i są zintegrowane z procesem zarządzania (Lam 2003):

- ▮ środowisko wewnętrzne – które obejmuje charakter organizacji i jest podstawą postrzegania i reagowania na ryzyko przez pracowników, filozofię zarządzania ryzykiem i dopuszczalny poziom ryzyka, uczciwość i wartości etyczne oraz środowisko pracy;
- ▮ ustalanie celów – cele powinny zostać ustalone zanim kierownictwo przejdzie do identyfikacji potencjalnych zdarzeń wywierających wpływ na ich osiągnięcie; zarządzanie ryzykiem korporacyjnym gwarantuje, że kierownictwo posiada procedury ustalania celów, które współdziałają z misją i wizją, jak również odpowiadają poziomowi ryzyka dopuszczonego przez przedsiębiorstwo;
- ▮ identyfikacja zdarzeń – zdarzenia wewnętrzne i zewnętrzne mające wpływ na realizację celów powinny zostać zidentyfikowane, z rozróżnieniem ryzyka i szans; szanse uwzględniane są w strategii kierownictwa i w procesie ustalania celów;

- ocena ryzyka – ponieważ przy podejmowaniu decyzji o sposobie zarządzania ryzykiem dokonuje się jego analizy i oceny możliwości wystąpienia; ocena ryzyka dokonywana jest w podziale na ryzyko wewnętrzne i nieodłączne;
- reakcja na wystąpienie ryzyka – kierownictwo dokonuje wyboru rodzaju reakcji unikania, akceptacji, ograniczania lub dzielenia się ryzykiem – opracowuje zakres działań w celu powiązania ryzyka z dopuszczalnym poziomem;
- działania kontrolne – różne rodzaje polityki i procedury ustalone i realizowane w celu maksymalnej realizacji reakcji na ryzyko;
- informacja i komunikowanie się – odpowiednie informacje są gromadzone i przekazywane w formie i ramach czasowych sprzyjających pracownikom wykonywanie swoich obowiązków; skuteczna komunikacja powinna mieć miejsce w szerszym zakresie w dół, w poprzek i w górę hierarchii organizacyjnej;
- monitorowanie – cały proces zarządzania ryzykiem korporacyjnym musi być monitorowany, w razie potrzeby trzeba go modyfikować; monitorowanie realizowane jest przez stałe działania kierownictwa, niezależne oceny lub przez kombinację obu tych czynników.

Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym nie jest procesem czysto seryjnym, w którym jeden element wpływa jedynie na kolejny element. Natomiast jest ono procesem wielokierunkowym, w którym prawie każdy komponent może wpływać na inne komponenty.

W kontekście występującego kryzysu warto postawić pytanie, jaka jest rzeczywista wartość inwestowania czasu i pieniędzy we wdrożenie koncepcji ERM? Możemy się odnieść do czterech wymienionych niżej wartości.

- ERM wpływa na poprawę oceny zdolności kredytowej danej organizacji. W istniejącej sytuacji gospodarczej instytucje finansowe niemal całkowicie zaprzestały udzielania kredytów, jak również pożyczek. Sytuacja ta zmusza firmy do bardziej radykalnych starań w zakresie udokumentowania. W 2005 roku agencja ratingowa Standard & Poor's (S&P) podjęła się analizy sektora usług finansowych pod kątem stosowanych praktyk ERM i wprowadziła elementy wskazanego systemu do używanej przez siebie metodologii oceny dotyczącej zdolności kredytowej tych instytucji. Natomiast w 2006 roku powiększyła swoje analityczne badania o kolejne przedsiębiorstwa z innych sektorów. Poczynania te przyczyniły się do powstania zintegrowanego podejścia do analizy ERM.
- ERM pozytywnie wpływa na przemyślane stosowanie podejścia do zarządzania ryzykiem, co przede wszystkim dotyczy okresu kryzysu. Jednoznacznie należy powiedzieć, że cechą charakterystyczną ryzyka jest na pewno jego niestabilność, a w konsekwencji ciągłe zmiany czynników zewnętrznych i wewnętrznych – ryzyko ciągle ewoluuje. Największą zaletą przypisywaną ERM jest z pewnością to, że dostrzega wiele możliwych wydarzeń w związku z czym jest w stanie szybko i dokładnie zidentyfikować i wychwycić wszystkie związane z nim zagrożenia.

Ponadto dzięki pomocy ERM organizacja również podejmuje starania zauważenia zdarzeń, które nie wystąpiły w przeszłości, ale mogą obecnie negatywnie wpływać na jej działalność. Warto zauważyć, że ERM ma wiele metod patrzenia na rynki. Do najczęściej używanych metod należą mapy ryzyka, które obrazują wydarzenia niosące ryzyko w kolejności i zależności od ich wpływu i prawdopodobieństwa wystąpienia, w następstwie czego zostaje utworzony zbiór ewentualnych chwyków zapobiegawczych.

- D
 ERM umożliwia stworzenie czytelnej struktury organizacyjnej i korporacyjnej. Obecnie coraz częściej akcjonariusze i organy regulujące rynek oczekują większej przejrzystości korporacyjnej, jak również mocno rozwiniętego ładu korporacyjnego. Do skutecznego i spójnego zarządzania przyczynia się zarządzanie ryzykiem przedsiębiorstwa, co umożliwia przedsiębiorstwom lepsze zrozumienie i pomiar zagrożeń dla celów strategicznych, co prowadzi do zawężania obszaru kontroli. Jednocześnie ERM wzmacnia strukturę zarządzania spółki w kontekście zasady *one at the top* oraz zapewnia przestrzeganie przepisów prawa wewnętrznych regulacji i procedur.
- D
 ERM umożliwia identyfikację możliwości strategicznego rozwoju. Na przełomie okresu historycznego zarządzanie ryzykiem przedsiębiorstwa w znacznej mierze jest uznawane za narzędzie eliminacji albo ograniczenia ryzyka. Coraz więcej firm zaczyna teraz zauważać, iż jest to znikome wykorzystanie tego narzędzia. Głównym przesłaniem ERM jest zrozumienie, że ryzyko niekoniecznie zawsze oznacza coś niedobrego dla organizacji, ale odwrotnie powinno być również zauważalne jako potencjalnie dobry czynnik. Zarządzając ryzykiem, organizacje posiadają możliwość pomiaru i oceny ewentualnej korzyści przy podjęciu poszczególnych rodzajów ryzyka. Ponadto mają możliwość zwiększania zysków i wartości dla akcjonariuszy w przypadku ograniczenia niektórych jego rodzajów i wykorzystaniu innych.

Nasuwa się kolejne pytanie: jak efektywnie wdrożyć koncepcję ERM?

Tylko dobre wdrożenie ERM jest w stanie umożliwić efektywny proces podejmowania decyzji, dzięki dostarczeniu stosownej informacji o zagrożeniach, a także pomaga w zachowaniu całkowitej zgodności z obowiązującymi przepisami. Podczas tworzenia wydajnego procesu należy kierować się następującymi wskazówkami:

- D
 zdecydowane określenie apetytu organizacji i konsultowanie jego poziomu w całej organizacji,
- D
 zbudowanie udokumentowanej struktury zarządzania ryzykiem,
- D
 utworzenie jednolitego języka ryzyka, a także zaznaczenie i komunikowanie ról i obowiązków dotyczących ryzyka,
- D
 całkowite wykorzystanie technologii,
- D
 uwidocznienie kwestii dotyczących ryzyka w planowaniu strategicznym oraz w procesie podejmowania decyzji (adresowanie i raportowanie ryzyka).

Podczas realizacji wyżej wymienionych kroków, firma powinna podjąć i wybrać takie rozwiązanie ERM, które przybliży posiadane dane o ryzyku, co będzie skutkowało wyborem właściwych decyzji strategicznych, a także skonkretyzowanego i efektywnego zarządzania, a co za tym idzie zminimalizowania prawdopodobieństwa wystąpienia nieoczekiwanych zdarzeń.

Na prawidłowe zarządzanie ryzykiem składa się wiele warunków. Jednym z nich jest powiązanie mechanizmów i priorytetów ERM z oczekiwaniami interesariuszy, zadaniami biznesowymi organizacji, a także ze znaczącymi procesami w niej zachodzącymi. Przykładem zbioru dobrych praktyk ERM, może być amerykański COSO II ERM Framework lub australijsko-nowozelandzkie normy AS/NZS 4360 – które już w początkowych swoich dokumentach mogą się poszczycić potwierdzeniem tezy, że zarządzanie ryzykiem korporacyjnym ma mocne fundamenty w zakresie interesów udziałowców i celach firmy, a ERM stoi na ich straży.

Daje się zauważyć powszechny aplauz dla głównych celów ERM. Jako pierwszy z nich trzeba wymienić: ochronę zasobów i reputację firmy, inaczej mówiąc dbałość firmy o wartości wykreowane przez zarząd, a bezsprzecznie oczekiwane przez udziałowców. Najbardziej właściwe wykorzystanie zasobów firmy jest z reguły akceptowane w stwierdzeniu, że bez ryzyka nie ma zysku, czyli „ryzykuj tam gdzie trzeba i na tyle, na ile trzeba – nie więcej i nie mniej”.

Przykładem stosowania tej zasady jest gra giełdowa, chociaż nie tylko, ponieważ na innych polach możemy również zaobserwować znaczne większe wyzwania, takie jak:

- jaką część udziału w rynku gotowi jesteśmy przeznaczyć, aby w rezultacie osiągnąć 20% rynku?
- ilu pracowników jesteśmy w stanie poświęcić w trakcie wprowadzania nowych zasad bezpieczeństwa i etyki biznesowej?
- czy jesteśmy gotowi na to, by wręczyć ładnie zapakowaną łapówkę członkowi rządu obcego państwa, bo bez tego nie będziemy mogli tam uruchomić naszej najlepiej zapowiadającej się produkcji?

Jednym ze skutków ubocznych wprowadzenia zintegrowanego zarządzania ryzykiem w organizacji jest wyższa gotowość i odporność na konsekwencje sytuacji kryzysowej. W przypadku gdy wystąpi już nieoczekiwana zła koniunktura, łatwiej nam będzie ją znieść, będziemy bowiem na nią przygotowani, ponieważ wcześniej poznaliśmy już mechanizmy rządzące poszczególnymi rodzajami ryzyka.

Zmniejszenie niepewności co do podejmowanych decyzji jest kolejnym naturalnym skutkiem wprowadzenia w firmie holistycznego zarządzania ryzykiem i stosowania jego zasad w codziennych decyzjach menedżerów.

Powszechnie nie dziwi fakt, że nurt zarządzania ryzykiem jest mocno powiązany z praktyką *corporate governance*, kontroli wewnętrznej i audytu wewnętrznego, *business continuity*

management oraz zarządzaniem kryzysowym. Powyższe zagadnienia wzajemnie się przeplatają i korzystają ze swoich mechanizmów. Warto zaznaczyć, że audyt wewnętrzny jest instrumentem, który w sposób aktywny, niezależny, profesjonalny i obiektywny ocenia efektywność systemu kontroli wewnętrznej i procesów zarządzania ryzykiem. Zapewnia on skuteczne prowadzenie wszystkich operacji i czynności organizacji, przynosi wartość dodaną dzięki ujawnieniu braków i słabości oraz wskazuje, w jaki sposób można uzyskać wyższą jakość i wydajność powierzonych zasobów.

W oczach menedżera bardzo dobry zarząd spółki będzie dążył do przedstawienia akcjonariuszom i radzie nadzorczej, że jest w stanie objąć całą firmę i wszystkie aspekty jej funkcjonowania – ERM jest świetnym sposobem by ten cel zrealizować. Enron, World.com, Barings, przykłady te obrazują, jak złe dla interesów spółki jest minimalizowanie przy sprawowaniu nadzoru właścicielskiego tylko do granicy przejrzenia dokumentów. Obecnie włącznie ze zmianą wizerunku biznesowego, którego jesteśmy naoczniymi świadkami, zmienia się znacznie środek ciężkości ryzyka liczbowej analizy tzw. twardej w ryzyko „miękkie” – takie jak reputacja, zjawiska makropolityczne, środowiskowo naturalne, pracownicy, energia, zmiany klimatu. Wobec powyższego należy się zastanowić czy rada nadzorcza nie powinna zadawać zarządowi również „miękkich” pytań?

Współczesne budowanie scalonego zarządzania ryzykiem w organizacjach obejmuje system zasad stworzonych na „górze” i przechodzi przez szczeble od najwyższego do najniższego poziomu zarządzania. Odnalezienie się w tym systemie wymaga nie lada wysiłku, by zrozumieć cel biznesowy firmy, od menedżerów na poszczególnych szczeblach także tych najniższych, zmuszając ich do myślenia i patrzenia w „przyszłość”. Dzięki temu nawet najmłodszy menedżerowie starają się sprostać oczekiwaniom i być lepszymi partnerami w relacjach z zarządami. ERM jest mechanizmem otwartym pozwalającym menedżerom niższego szczebla podejmować ryzyko, oczywiście przy użyciu instrumentu kontroli i zgodnym z interesem spółki. Zwiększają oni skuteczność podejmowanych zamierzeń przy równoczesnym poczuciu odpowiedzialności jej członków.

Menedżerowie akceptujący zasady ERM są zorientowani na podejmowanie ryzyka bardziej pewnego, oferującego korzyści niż ryzyka bez przewidywanych korzyści. To właśnie narzędzia zarządzania ryzykiem gospodarczym dają możliwość całościowego zarządzania różnymi rodzajami ryzyka w organizacji, a nie jednostkowym ryzykiem i dlatego mogą oni optymalnie alokować szczególnie ważne zasoby firmy wśród najważniejszych rodzajów ryzyka. Przy czym oprzyrządowanie *risk management* zapewnia, że szczególnie ważne staje się ryzyko autentyczne najbardziej odpowiadające firmie, a nie to, które preferowane jest przez niektórych członków zarządu.

Nowoczesny system zarządzania ryzykiem umożliwia przeprowadzenie pragmatycznego podziału priorytetowych rodzajów ryzyka wśród osób zarządzających na różnych szczeblach i zapewni utrzymanie zasady, że: im twoja władza menedżerska i budżet są większe, tym większymi rodzajami ryzyka będziesz zarządzał.

Po głębszej analizie należałoby stwierdzić, że niezwykle rzadko mamy jednak do czynienia z tak pragmatycznym podziałem ról w dużych organizacjach. Nawiązując do potrzeby mentalnej rewolucji jasno należy powiedzieć, że nie każde przedsiębiorstwo „dorosło” do tego, by spróbować podjąć się wprowadzenia w nim systemu zarządzania ryzykiem. Nie ma znaczenia tu wielkość firmy czy też jej pochodzenie, bo te czynniki nie gwarantują, że wprowadzenie systemu będzie nieco łatwiejsze ze względu na niechętnie organy zarządcze, które mogą bronić się przed wprowadzeniem zmian. W związku z tym potrzeba jest zdecydowania zarządu, by przeprowadzić wielkie zmiany nie kapitałowe, ale mentalne, by przekonać zatwardziały tradycjonalistów do nowoczesnych metod zarządzania.

Należy zaznaczyć, że w ostatnim okresie w wielu krajach wprowadzone zostały nowe regulacje w zakresie ładu korporacyjnego i nadzoru nad spółkami interesu publicznego, zarządzania ryzykiem oraz systemów kontroli wewnętrznej. Przykładem mogą być Stany Zjednoczone, które w 2002 roku uchwałyły ustawę *Sarbanes-Oxley* (SOX) wymagającą od spółek publicznych wdrożenia i corocznej oceny efektywności działania systemu kontroli wewnętrznej. Od tego czasu wiele krajów przyjęło podobne rozwiązania dotyczące ładu korporacyjnego i kontroli wewnętrznej. Przykłady obejmują Kanadę, Szwajcarię, Niemcy Australię, Francję, Włochy, Wielką Brytanię, Japonię oraz Chiny

B i b l i o g r a f i a

Dziadosz, M., zespół PIKW, PIKW, PIB (2007), *Zarządzanie Ryzykiem Korporacyjnym – Zintegrowana Struktura Ramowa (Enterprise Risk Management – Integrated Framework: Executive Summary and Framework Enterprise Risk Management – Integrated Framework: Application Techniques)*. Warszawa: COSO.

Gołębiwska, E. (2009) Ryzyko reputacyjne firmy w warunkach kryzysu. W: Bizon- Górecka, J. (red.) *Ryzyko. Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie, Strategie zarządzania ryzykiem w warunkach kryzysu gospodarczego*. Bydgoszcz: Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa.

Jajuga, K. (2007) *Zarządzanie ryzykiem*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Kaczmarek, T.T. (2008) *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem*. Warszawa: Difin.

Lam, J. (2003) *Enterprise Risk Management: From Incentives to Controls*. Wiley.

Moeller, R.R. (2007) *COSO Enterprise Risk Management: Understanding the New Integrated ERM Framework - Zrozumieć Nowe zintegrowane ramy ERM*. Wiley.

<http://www.pwccservices.com> (23.02.2010).

Issue Summary

New Challenges for Corporate Governance – the Polish Perspective

Corporate governance and the attempts to restrain opportunism

Stanisław Rudolf

Opportunism occupies an important place in the matters of new institutional economics, especially in the theory of transaction costs. Its origins can be traced back to the moment when ownership was separated from management. The bodies appointed by the company do not always act in the interest of the company or the company's principles. Quite often those appointed take advantage of the situation and implement their own particularistic interests. In Poland opportunism is favored by the provisions of the Polish Commercial Code and by the share ownership structure. The theory of transaction costs indicates the necessity to restrain opportunism and provides instruments for its reduction and minimization. The Codes of Good Practice, incentive packages for managers as well as proper legislation may help restrain opportunism.

How the size of supervisory and management boards influences company performance of Polish public companies

Leszek Bohdanowicz

This paper shows the results of research on the relationship between the board size and company performance of Polish listed companies. Such research studies are unique in the two-tier board model. The author tested an independent hypothesis on the link between the supervisory board size, management board size and performance. He confirmed that there is a positive relationship between the management board size and the company performance and a negative one between the supervisory board size and accounting performance measures.

Information asymmetry in the field of corporate governance vs. the economic performance of listed companies

Anna Blajer-Golebiowska

According to the theory of information asymmetry, unequal access to information enables informed entities to gain advantage over the uninformed ones.

In order to verify this assumption, 289 Polish companies were analyzed. Each of them was listed on the Warsaw Stock Exchange. In order to achieve a homogeneous dataset, only domestic companies quoted on the main market were taken into consideration. For research purposes, also proxies for asymmetry of information were set. These are: the analysts' coverage (analysts following), the number of large shareholders and the free float. Moreover, a propensity to share (spread) information index was constructed. The strongest correlations found, were: (1) between the analysts' coverage and the book value of the company; (2) between the analysts' coverage and equity; and also (3) between the analysts' coverage and capitalization. Another interesting fact is that the highest correlation was found between the number of analysts and the propensity to share information index.

Investment activation in public companies – Poland in the legal system of the EU and the OECD

Krzysztof Grabowski

The author analyzes the role that investors play in public companies, presenting the main reasons for their low activity identified by the Polish commentators and in the OECD reports, and then discusses how this activity may be improved. Against this background the author presents the main assumptions of the Shareholders' Rights Directive (2007/36/EC) and its transposition into the Polish company law, paying special attention to factors that increase the possibilities of exerting shareholders' influence on the functioning of public companies, by the elimination of the existing barriers and implementation of new mechanisms. The author explains the revolutionary character of the record date system applied in the general meeting, and then describes other activation mechanisms, mainly based on a much easier access to a bigger scope of information in relation to the general meeting, and enabling a more active formation of its course by the shareholders. Finally, the author also indicates the role of self-regulation, and consequently, basing himself on the OECD report, he comments on the role of stock exchanges in the formation of corporate governance, which contributes to the sustainable development of capital markets by increasing shareholders' activism.

The activism of institutional investors – a good practice in Poland?

Agnieszka Słomka-Gotębiowska

When institutional investors became important shareholders of listed companies around the globe their role in corporate governance increased. The aim of this paper is to examine whether activism of institutional investors is a good practice in Poland. The analysis shows that the codes of corporate governance introduced by pension and investment funds are not very different from the solutions implemented in those countries, where institutional investors engage in corporate governance. However, a few crucial rules should be added. Above all, the codes should promote a wider range of possible means for the activism of institutional investors as well as a clear standpoint on the nomination of independent board members. It will be immensely beneficial to introduce an obligation as to reporting on investors' activism.

The reliability and credibility of consolidated financial reports of the bank capital group

Piotr Oleksyk

The specificity of the banking sector is that financial reporting involves much bigger requirements with respect to supplying information about the financial safety compared to industry, service or commercial activity. Great risk and uncertainty are the main reasons for such a state of things in the banking sector. This paper is an attempt to assess bank reporting with respect to its usefulness in the process of supervising the financial safety of banks.

New Challenges after the Crisis – Global Experiences

Corporate governance reforms and their influence on national systems. A study into emerging markets

Maria Aluchna

The paper focuses on the corporate governance systems in emerging markets, mostly in BRIC countries, which include Brazil, Russia, India and China. The analysis reveals corporate governance reforms and initiatives undertaken in these countries, whose national specificity resulted in the emergence of other control systems and challenges. Additionally, the characteristics of the emerging markets led to other (than observed in developed economies) changes of corporate governance, whereas the pace of reforms appears to be slow.

History likes to repeat itself – the time of reforms in the field of corporate governance has begun once again

Izabela Kołodkiewicz

The aim of this article is to present the main trends/movements in the changes occurring in the area of corporate governance, which have been initiated as a result of the crisis in 2001–2002 as well as the current financial crisis.

An important element of this article will be defining their similarities and differences. Additionally, the author will try to sum up the results of the reforms, although in the case of the current crisis we should rather talk about information regarding the first effects of the implemented changes.

Managers' compensation – the first conclusions resulting from the crisis

Magdalena Mikołajek-Gocejna

The financial crisis of 2007–2009 has exposed weaknesses in corporate governance systems. These relate to four main areas: the process of managers' compensation, the practice of the boards, risk management and shareholder activism.

The current crisis has also clearly highlighted some facts about manager compensation systems. The article points out two elements of their effectiveness: a correct structure of the remuneration

package and information openness, as an increasingly urgent business need both in terms of rebuilding investor confidence and in terms of the difficult challenges in times of crisis and uncertainty – to motivate managers to create business value.

Corporate Social Responsibility as an idea linked to Corporate Governance, and the financial crisis

Monika Wilewska

Corporate Social Responsibility is an idea linked to Corporate Governance, with the same roots in the new business mainstream towards social orientation. It outlines the key roles of stakeholder management and bridges corporate economic objectives with the realization of social objectives, which are mutually beneficial, both for profit maximization and company prosperity.

In difficult times, such as the current financial crisis and the predicted recession, there are reasons to be concerned about the future of Corporate Social Responsibility, especially because of some risks that the CSR idea brings about, its voluntary character as well as the benefits that occur in the long term. Nevertheless, there are many solid reasons to believe that CSR will survive and to hope that progress in this field will continue.

The equal treatment of shareholders in the rulings of the Court of Justice of the European Union

Aleksandra Gawrysiak-Zabłocka

The equal treatment of shareholders is mentioned in Part One, III of the OECD Principles of Corporate Governance. References to the equality of shareholders can also be found in many acts of the European Union (and consequently in the national laws). However, in the judgment of case C-101/08 *Audiolux*, which is presented in the article, the Court of Justice ruled that in the EU law there is no general principle of law that prescribes equal treatment of shareholders.

Risk vs. corporate governance

Marta Chabraś-Wiśniewska

The aim of this study was to show the method for evaluating the effectiveness of Enterprise Risk Management – ERM. The main issue in this study came down to one question: Does corporate

governance assessment include measuring the level of risk management, i.e. to assess the overall effectiveness of internal oversight mechanisms?

After analyzing the assessment of corporate governance, I can say that it is helpful to establish the internal hierarchy in order to apply risk management in a manner that is consistent with the company objectives and business strategy. The present market situation forces to develop the best approaches for management and risk reduction. Grant Thornton U.S. prepared a study concerning the elements of Enterprise Risk Management (ERM), which presents a link between all the principles of corporate governance, and also, as a driving force, leads to the fact that corporate governance 'functions' and 'works'.