

Grzegorz Świszcz

Problematyka i modele nadzoru korporacyjnego

Ekonomiczne Problemy Usług nr 43, 343-352

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

GRZEGORZ ŚWISZCZ*

PROBLEMATYKA I MODELE NADZORU KORPORACYJNEGO

Wstęp

Od dwóch lat nagłówki publikacji prasowych zdominowało hasło „kryzys”. Najbardziej pamiętną datą obecnego globalnego trendu jest 15 września 2008 r. – to dzień, w którym jeden z największych banków inwestycyjnych na świecie ogłosił upadłość. Przytoczna data przez jednych ekonomistów uznawana jest za początek prawdziwego kryzysu i załamania na rynkach finansowych, a przez innych za pierwszą poważną ofiarę kryzysu *subprime*¹, rozpoczętego parę miesięcy wcześniej. Był to ogromny szok dla światowej gospodarki, banki bowiem tworzą trzon współczesnego systemu finansowego, złożonego ze zintegrowanego zbioru instytucji finansowych, zajmujących się gromadzeniem, wydatkowaniem oraz dzieleniem zasobów pieniężnych. Instytucje bankowe zasilają gospodarke w środki niezbędne do jej rozwoju, jak również zbierają z rynku ich nadmiar, pełniąc funkcję pośrednika finansowego, a zarazem stabilizatora rynku². Nadzór korporacyjny nad tego typu instytucjami jest niezwykle ważny nie tylko z perspektywy inwestora giełdowego, ale także z punktu widzenia klienta i całego systemu finansowego – chociaż interesy konsumenta są zazwyczaj dokładniej chronione przez krajowe instytucje nadzoru finansowego bądź bankowego.

* Grzegorz Świszcz – mgr, Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytet Szczeciński.

¹ Kryzys na rynku kredytów hipotecznych.

² Por. W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydaw. Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 13.

Prawidłowe funkcjonowanie tego typu podmiotów jest istotne dla ogółu społeczeństwa i gospodarki. Banki często uznawane są za tzw. instytucje zaufania publicznego. Nie należy jednak utożsamiać tego określenia z organizacją społeczną, gdyż, jak każde przedsiębiorstwo, banki funkcjonują dla określonego efektu (z punktu widzenia akcjonariusza – zysku bądź wzrostu wartości przedsiębiorstwa) i podlegają prawom rynkowym. Instytucje bankowe z perspektywy nadzoru korporacyjnego podporządkowane są tym samym elementarnym regułom, co pozostałe spółki publiczne.

Pojęcie nadzoru korporacyjnego

Pojęcie nadzoru korporacyjnego (ang. *corporate governance*) nie ma jednolitej definicji. Spowodowane jest to mnogością ujęć analizowanego tematu, uzależnionych od dyscypliny nauki oraz przesłanek zakotwiczonych w kulturze korporacyjnej poszczególnych państw. Można to zauważyć, dokonując analizy literaturowej tego zagadnienia. Pomimo popularności i interdyscyplinarności, jaką cieszy się poruszany problem, autorzy przedstawiają czasami względnie odmienny zakres pojęcia. Nurt badawczy *corporate governance* charakteryzuje się nieustannym rozwojem zmierzającym w różnych kierunkach, toteż w kręgu zainteresowanych tematem znajdują się osoby reprezentujące takie dziedziny, jak ekonomia, prawo, socjologia, politologia, finanse.

Za meritum nadzoru korporacyjnego uznaje się dążenie do zapewnienia stanu optymalnej równowagi pomiędzy interesami wszystkich stron zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji (udziałowców, kadry kierowniczej, pracowników, dostawców, wierzycieli). Najlepsze warunki rozwoju przedsiębiorstwa powinny być zagwarantowane poprzez zbiór instytucji prawno-ekonomicznych (formalnych i nieformalnych) składających się na system determinujący zachowania wszystkich zainteresowanych podmiotów. Obowiązujący model *corporate governance* powinien uwzględniać specyfikę danego rynku, gdyż brak jego dopasowania może przynieść przedsiębiorstwu i jego otoczeniu więcej szkód niż korzyści³.

Termin *corporate governance* ma różne znaczenia. Najbardziej rozpowszechnione jest to prezentujące ujęcie wąskie i szerokie. Wąska perspektywa odnosi się do wnętrza korporacji, czyli bezpośrednio do rad nadzorczych (rad dyrektorów), ich kompetencji, struktury i relacji z zarządem. Szeroka natomiast

³ Zob. P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, Gdańsk 2002, s. 15.

– do narodowych systemów złożonych z mechanizmów regulujących stosunki pomiędzy przedsiębiorstwami a sprawującym kontrolę otoczeniem instytucjonalnym. Precyzyjniej określając, reguluje nadzór korporacyjny stosunki przedsiębiorstwa z szerokim gronem interesariuszy⁴.

Dominujące modele nadzoru korporacyjnego na świecie

Każdy kraj ma specyficzny system społeczno-gospodarczy. Formowane na przestrzeni wielu lat zasady funkcjonowania poszczególnych rynków bardzo wyraźnie wpływają na kształtowanie narodowych systemów nadzorczych. Uwarunkowania prawno-organizacyjne, kultura korporacyjna czy też specyfika rynku kapitałowego to czynniki, które w bardzo wyraźny sposób determinują modele funkcjonowania korporacji i ich nadzoru. Są one bardzo płynne i podatne na zmiany zachodzące w otoczeniu korporacyjnym. Mogą być modyfikowane wskutek procesów politycznych, prowadzących do tworzenia bądź zmian istniejących instytucji prawno-ekonomicznych. Porównując poszczególne systemy, możemy dostrzec wiele podobieństw, jednak specyfika ich funkcjonowania w konkretnych uwarunkowaniach uniemożliwia swobodę ich implikacji.

W literaturze związanej z tematem występuje wiele koncepcji porównań i oceny narodowych modeli nadzoru. Są one uwarunkowane wieloma czynnikami. Jedną z głównych płaszczyzn jest podział ze względu na umiejscowienie systemu nadzoru korporacyjnego i sposób funkcjonowania otoczenia instytucjonalnego – na model zewnętrzny i wewnętrzny.

Pierwszy z wymienionych modeli bazuje na aktywnym działaniu mechanizmów nadzorczych opartych na funkcjonowaniu rozwiniętego rynku kapitałowego. Jest on typowy dla krajów anglosaskich. Decydującą rolę odgrywa w tym systemie rozproszony akcjonariat, który może wyrażać swoje decyzje poprzez uczestnictwo w walnym zgromadzeniu bądź też sprzedaż udziałów, czyli tzw. głosowanie nogami. Skorzystanie z drugiej opcji negatywnie oddziałuje na płynność oraz wartość rynkową spółki. Słabe oceny wystawiane przez inwestorów powodują spadek wartości akcji, a w skrajnych sytuacjach mogą narazić korporację na wrogie przejęcie. W tym systemie kadra zarządzająca podlega presji odpowiedzialności wobec rynku.

Drugi z systemów dominuje w Europie kontynentalnej oraz Japonii. Rynki te charakteryzują się większym stopniem koncentracji akcjonariatu. Występuje

⁴ Por. K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, SGH, Warszawa 2003, s. 16.

wiele wzajemnych powiązań kapitału, determinując w ten sposób model zarządzania korporacjami. Pakiety kontrolne spółek często są w posiadaniu banków, przedsiębiorstw, funduszy oraz innych instytucji gospodarczych. Udziałowcy mają realny wpływ na decyzje podejmowane w organizacjach, a systemy nadzoru oparte są na elastycznych relacjach właścicielskich. Akcjonariusze dyscyplinują dyrektorów za pomocą wewnętrznych organów kontrolnych, takich jak rada nadzorcza lub wchodzące w jej skład komitety. System wewnętrzny zwraca szczególną uwagę na interesy pracownika oraz społeczną funkcję korporacji. Tak więc kadra zarządzająca ponosi odpowiedzialność wobec szerszego kręgu interesariuszy, niekoniecznie dążącego do wzrostu wartości rynkowej.

Kolejnym istotnym, a zarazem dość popularnym elementem wykorzystywanym do systematyzacji modeli nadzoru korporacyjnego jest klasyfikacja ze względu na strukturę i podział kompetencji poszczególnych organów. Generalnie specyfika spółki publicznej we wszystkich modelach opiera się na rozdzielności praw własności, wynikających z posiadanych akcji, od funkcji zarządzania, wykonywanej najczęściej przez wynajętych agentów. Udziałowcy mogą korzystać ze swoich praw własności korporacyjnej poprzez udział w organie walnego zgromadzenia. Sprawy spółki prowadzone są przez agentów wchodzących w skład organu zarządu, który w zależności od specyfiki przyjętego rozwiązania może mieć strukturę jednopoziomową lub dwupoziomową. Jednopoziomowa struktura jest typowa dla krajów anglosaskich, gdzie funkcjonuje jeden organ zarządczo-nadzorczy, w którego skład wchodzi dyrektorzy wykonawczy (*executive directors*) i niewykonawczy (*non-executive directors*). Pierwsza grupa zajmuje się bieżącym zarządzaniem, druga natomiast – nadzorem. Funkcję dyrektora zarówno pierwszej, jak i drugiej grupy w systemie monoteistycznym może pełnić ta sama osoba. W przypadku rozwiązań charakterystycznych dla systemu kontynentalnego wyróżnia się funkcjonowanie dwóch niezależnych organów: zarządu, zajmującego się *stricte* prowadzeniem i reprezentacją spraw spółki, oraz rady nadzorczej, sprawującej bezpośredni nadzór nad zarządem w interesie spółki. Organy mają rozdzielne kierownictwo bez możliwości łączenia funkcji.

W tabeli 1 pokazano najogólniejszy podział systemów prawno-organizacyjnych nadzoru korporacyjnego. Wielu autorów dokonuje jednak głębszej charakterystyki poszczególnych modeli. Przykładowo Jeroen Weiner i Joost C. Pape charakteryzują podobieństwa i różnice występujące w narodowych systemach nadzoru korporacyjnego przez pryzmat następujących płaszczyzn⁵:

⁵ Tamże, s. 26–27.

- koncepcja przedsiębiorstwa,
- zasady i struktura rad dyrektorów/nadzorczych,
- wpływ biernych akcjonariuszy na decyzje podejmowane w organizacji,
- wpływ giełdy,
- istnienie lub brak zewnętrznego systemu kontroli,
- struktura własności,
- współzależność pomiędzy płacami menadżerów, a wynikami przedsiębiorstwa,
- horyzont czasowy relacji ekonomicznych między udziałowcami.

Tabela 1

Specyfika narodowych systemów nadzorczych

	Ukierunkowanie na nadzór wewnętrzny	Ukierunkowanie na nadzór zewnętrzny
System jednopoziomowy	Japonia, Francja	USA, Wielka Brytania
System dwupoziomowy	Niemcy, Francja, Polska	

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione uwarunkowania powinny tworzyć spójny mechanizm nadzoru. Ostatnim podziałem wynikającym z tabeli jest przypisanie konkretnych cech do określonego narodu. W literaturze przedmiotu jest to zazwyczaj bardzo swobodny podział, uzależniony od kontekstu i szczegółowości rozpatrywanego tematu. Bardzo często spotyka się zróżnicowanie jedynie na system anglosaski i germański. Weiner i Pape w swoim opracowaniu wyróżnili cztery modele systemów nadzoru korporacyjnego. Można je w uproszczeniu scharakteryzować następująco⁶:

- 1) model anglosaski – oparty na liberalnych prawach rynku kapitałowego, rozdrobnieniu akcjonariatu dążącego do wzrostu wartości dla akcjonariuszy w krótkim okresie;
- 2) model germański – zorientowany na społeczną odpowiedzialność korporacji, duże znaczenie otoczenia instytucjonalnego i wzajemnych powiązań kapitałowych;
- 3) model łańciskowy – tworzący hybrydę systemu anglosaskiego i germańskiego, jednakże mający swoją indywidualną specyfikę;
- 4) model japoński – oparty na wypracowywanej przez pokolenia kulturze organizacyjnej *keiretsu*, zorientowany na nieformalne powiązania sieciowe.

⁶ K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 36.

Tabela 2

Klasyfikacja typów nadzoru korporacyjnego

Model	Rynkowe	Oparte na relacjach w środowisku (sieciowe)		
	anglo-amerykański	niemiecki	łaciński	japoński
Kraje	USA, Wielka Brytania, Kanada, Australia	Niemcy, Holandia, Szwajcaria, Szwecja, Austria, Dania, Norwegia, Finlandia	Francja, Włochy, Hiszpania, Belgia	Japonia
Koncepcja korporacji	instrumentalna, zorientowana na akcjonariuszy	instytucjonalna	instytucjonalna	instytucjonalna
Forma organu nadzoru korporacyjnego	pojedynczy organ	podwójny organ	pojedynczy lub podwójny organ we Francji, pojedynczy w pozostałych krajach	pojedynczy organ
Wpływy akcjonariusz	akcjonariusze	banki, pracownicy, grupy oligarchiczne	holdingi finansowe, rząd, rodziny – ogólnie: grupy oligarchiczne	banki, instytucje finansowe, pracownicy, grupy oligarchiczne
Ważność giełdy	duża	średnia/duża	średnia	duża
Aktywność rynku kontroli korporacji	duża	brak	brak	brak
Koncentracja własności	niska	średnia/wysoka	wysoka	niska/średnia
Zależność wynagrodzeń od rezultatów	wysoka	niska	średnia	niska
Horyzont czasowy	krótki	długi	długi	długi

Źródło: J. Weimer, J.C. Pape, *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, „Corporate Governance. An International Review”, vol. 7 (1999), 2, s. 154, za: K.A. Lis, H. Stermiczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 36.

Należy zauważyć, iż występuje wiele modeli nadzoru korporacyjnego – pewne cechy je różnią, inne natomiast upodabniają. Powyższe podziały zostały przedstawione wyrywkowo i bardzo ogólnie. Dokładniejsza weryfikacja stosowanych mechanizmów nadzorczych, charakterystycznych dla określonego systemu gospodarczego, wymagałaby obszerniejszego opracowania.

Nadzór zewnętrzny a agencje ratingowe

Omówiony powyżej model nadzoru zewnętrznego oparty jest w głównej mierze na skutecznym funkcjonowaniu rynku kapitałowego. Dominuje w uznawanych za bardziej liberalne gospodarkach anglosaskich. Pomimo kryzysu nadzoru korporacyjnego, zapoczątkowanego w 2001 r. upadkiem Enronu, nadal cieszy się on ogromnym uznaniem specjalistów. Obecne załamanie na rynkach finansowych obnażyło jednak kolejne słabe strony tego modelu. Ocena korporacji, dokonywana przez rynek, w dużej mierze uzależniona jest od analiz lub też ratingów tworzonych przez wyspecjalizowane instytucje. W minionej dekadzie pośród wielu specjalistów tylko nieliczni dostrzegali zagrożenie załamania globalnej gospodarki oraz ewentualne jego rozmiary. Wiele opracowań nie przewidywało rezultatów tworzenia i pęknięcia kolejnych bąbli spekulacyjnych, a co z tym się wiąże – kilkudziesięcioprocentowej deprecjacji giełdowej wartości przedsiębiorstw. Błędy nie ominęły nawet największych. Agencja ratingowa Standard & Poor's⁷ na kilka tygodni przed skandalem finansowym w Enronie przyznała firmie najwyższy możliwy rating – AAA. Tak samo zgubna dla inwestorów była wystawiona przez tę agencję 10 września 2008 r. ocena Lehman Brothers na poziomie A⁸. Częściową rozbieżność wyników można z pewnością tłumaczyć metodyką analiz opartych na danych *ex post*. Pozostaje jednak jeszcze druga strona medalu. W przypadku świadczenia usług przez agencje ratingowe często dochodzi do konfliktu interesów. Agencje dążą do zwiększania swoich przychodów i zysków, korporacje natomiast – do otrzymywania ocen jak najpochlebniejszych z punktu widzenia inwestycyjnego. Tak więc hipotetycznie klient może wybrać zleceniobiorcę oferującego najlepszy rating. Należy pamiętać, że do konfliktu interesu podmiotów na nieco innej płaszczyźnie dochodziło również w Enronie.

⁷ http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33181,6704909,Bledy__chciwosc_i_reformy_agencji_ratingowych.html (czerwiec 2009).

⁸ Silna zdolność do terminowej regulacji zobowiązań, ocena znacznie ponad poziomem spekulacyjnym.

W okresie „papierowej świetności”⁹ zarówno sporządzanie sprawozdań finansowych, jaki i ich audyt powierzano jednej firmie doradczej (Arthur Andersen). Praktyki te doprowadziły do ukrywania oszustw finansowych na wielką skalę, a w konsekwencji – do spektakularnego upadku obu firm i późniejszych zmian w prawie. Czy w wypadku agencji ratingowych dojdzie również do zmian mających na celu ochronę niezależności ocen, pokaże czas. Stroną, która odczuje poprawę lub pogorszenie sytuacji, z pewnością będą szeroko rozumiani interesariusze rynku kapitałowego i notowanych na nim podmiotów.

Problematyka globalnych standardów nadzoru korporacyjnego

W związku z błyskawicznie postępującym procesem globalizacji w aspekcie przepływu kapitału i informacji, należy również rozpatrzyć tendencje związane z kreowaniem międzynarodowych standardów nadzoru korporacyjnego. Grzegorz Kołodko pisał: „Ekonomia jako nauka musi współgrać z rzeczywistością, a ta rzeczywistość jest różna w czasie i przestrzeni. Tam może być już jutro, podczas gdy tutaj wciąż jeszcze jest dzisiaj, a gdzieś indziej nawet wczoraj”¹⁰. To krótkie stwierdzenie wyraża w prosty sposób, na czym polega trudność implikacji ujednolicanych standardów korporacyjnych w skali globalnej. Trudności wyłaniają się już podczas samej próby stworzenia jednolitej, ponadnarodowej definicji *corporate governance*. Istnieją spore problemy wynikające ze złożoności tematu i różnorodności kultury korporacyjnej lub też jej braku. Potwierdzają to mało skuteczne próby kreowania spójnych zasad nadzorczych pod egidą organizacji międzynarodowych. Jednakże można dostrzec jedną ogólną prawidłowość kierującą wszystkimi przesłankami popularyzacji wartości nadzoru korporacyjnego, czyli dążenie do stanu, w którym przedsiębiorstwo będzie funkcjonowało jak najlepiej, a podejmowane decyzje będą prowadziły do względnego zadowolenia wszystkich występujących w danym ujęciu stron interesu. Z punktu widzenia inwestorów obecna sytuacja nie wygląda najgorzej, korporacje notowane na poszczególnych rynkach kapitałowych są zobligowane do prowadzenia przejrzystej polityki korporacyjnej poprzez publikację odpowiednich raportów finansowych oraz informacji istotnych dla akcjonariuszy. Często same podmioty dążą do transparentności, a co za tym idzie – do podnoszenia własnej atrakcyjności dla inwestorów. Oczywiście nigdy nie zostanie stworzony system, który w pełni

⁹ Okres prowadzenia tzw. kreatywnej księgowości.

¹⁰ G. Kołodko, *Wędrujący świat*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2008, s. 17.

usatysfakcjonuje wszystkich interesariuszy, poprzez normy bowiem będzie on zawsze ograniczał czyjąś swobodę i skłonność do zachowań oportunistycznych.

Zbieżna sytuacja występuje w procesie tworzenia europejskiego „supernadzoru finansowego”. Zbyt duża rozbieżność oczekiwań interesariuszy oraz daleko idąca delegacja uprawnień, a zarazem decentralizacja odpowiedzialności za podjęte przez jeden organ decyzje – skutecznie blokują próby jego powstania.

Podsumowanie

Znaczenie nadzoru korporacyjnego jest niezwykle duże zarówno w rozwiniętych gospodarkach, jak i w krajach przechodzących transformację, gdyż zwiększa transparentność i zaufanie do rynku kapitałowego. Pojawiające się w kolejnych etapach rozwoju gospodarczego uwarunkowania wywołują bodźce do modyfikacji systemu prawno-ekonomicznego regulującego funkcjonowanie przedsiębiorstw oraz rynku kapitałowego, a wraz z nim przyczyniają się do kształtowania zasad nadzoru nad spółkami publicznymi. Usprawnienie nadzoru korporacyjnego jest wyjątkowo trudnym zadaniem, wymaga bowiem zaprojektowania mechanizmów samoregulacyjnych w ten sposób, aby przyniosły korzyści zarówno inwestorom, jak i emitentom. Dodatkowym wyzwaniem jest dynamicznie postępujący proces konsolidacji międzynarodowych rynków kapitałowych. Zharmonizowanie poszczególnych zasad nadzoru w jeden spójny system jest niebywale skomplikowane, ponieważ mechanizmy te mają za zadanie m.in. umacniać transparentność spółek giełdowych, podnosić jakość komunikacji zarządu z inwestorami, wzmacniać poziom ochrony praw akcjonariuszy, a zarazem nie stwarzać zbędnych obciążeń dla spółki. Stosowanie standardów właściwie dobranych do panujących warunków wpływa na zwiększenie efektywności funkcjonowania spółek¹¹. Brak regulacji w określonych zakresach dla wysoce rozwiniętych rynków może być przejawem konkurencyjności wobec innych państw, a w skrajnych wypadkach – przejawem protekcjonizmu. Stąd też sprzeciw wobec integracji w pewnych sferach życia gospodarczego krajów stosujących model anglosaski, który uchodzi za bardzo liberalny. Należy pamiętać, iż przerost regulacji w zakresie nadzoru korporacyjnego prowadzi często do zbyt dużego podniesienia kosztów związanych z funkcjonowaniem korporacji, ale z drugiej strony chroni przed oportunistycznymi działaniami jednostek.

¹¹ M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, SGH, Warszawa 2007, s. 19.

Streszczenie

Artykuł dotyczy szeroko pojętej tematyki nadzoru korporacyjnego. Przedstawiono różnice oraz tendencje zmian systemów nadzorczych, występujące w poszczególnych krajach. Zaprezentowana została rola mechanizmów kontroli wewnętrznej i zewnętrznej oraz zalety i dysfunkcje obecnie stosowanych rozwiązań. Poruszono także kwestie nadzoru korporacyjnego w skali globalnej.

Summary**PROBLEMS AND MODELS OF CORPORATE GOVERNANCE**

This article takes a wider view of corporate governance presenting differences and trends in regulatory legislation of various countries, the role of internal control mechanisms and external policies, as well as advantages and disadvantages of current solutions. Corporate governance on a global scale is discussed.