

Czesław Mesjasz

Katedra Procesu Zarządzania

Przegląd teoretycznych koncepcji nadzoru korporacyjnego

1. Uwagi wstępne

Ze względu na nieprawidłowości obserwowane ostatnio w wielu krajach, a w szczególności w USA, konieczność usprawnienia realizacji nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) stała się również jednym z podstawowych problemów teorii i praktyki zarządzania¹. Usprawnienie realizacji nadzoru korporacyjnego nie jest prostym zadaniem. Wynika to z kilku przyczyn. Przede wszystkim brak jest jednej powszechnie uznawanej definicji nadzoru korporacyjnego. Ponadto, w świecie stosuje się kilka systemów nadzoru korporacyjnego. Istotnym czynnikiem ograniczającym badania jest brak jednolitej podstawy teoretycznej, na podstawie której możliwe byłoby określenie wzorców dla nadzoru korporacyjnego.

Teoretyczną podstawę rozważań dotyczących nadzoru korporacyjnego stanowi teoria kontraktów niekompletnych oraz odnoszące się do niej koncepcje: teoria przedstawicielstwa (teoria agencji), podejście prawno-ekonomiczne oraz podejście, którego celem jest zapobieganie nadużyciom kontroli (nadzoru). We wszystkich tych podejściach podkreśla się znaczenie związków mechanizmów ekonomicznych z instrumentami prawnymi.

Związki pomiędzy teoretycznymi koncepcjami nadzoru korporacyjnego a podejściem normatywnym obejmującym podejście prawne i podejście regulacyjne, są natomiast jeszcze w niedostatecznym stopniu uwzględniane zarówno w praktyce gospodarczej, jak i w publikowanych w naszym kraju opracowaniach teoretycznych. Można to zaobserwować tak na etapie tworzenia, jak i doskonalenia podstawowych ustaw dotyczących działalności gospodarczej, a także w badaniach dotyczących efektywności nadzoru korporacyjnego.

¹ Artykuł przygotowany został w ramach indywidualnego grantu badawczego KBN pt. „Metodyka oceny nadzoru korporacyjnego” nr 2 H02D 062 24.

Celem artykułu jest przegląd podstawowych koncepcji teoretycznych nadzoru korporacyjnego oraz wstępna analiza związków pomiędzy tymi koncepcjami a podejściami normatywnymi (regulacyjnymi) – podejściem prawnym i podejściem regulacyjnym. Jako ilustrację tych związków przedstawiono wybrane przykłady dotyczące problemów regulacji, występujących w systemach nadzoru korporacyjnego w Polsce.

2. Interpretacje nadzoru korporacyjnego

Nadzór korporacyjny jako kategoria społeczno-polityczna

Globalizacja gospodarki światowej oraz nowe problemy teorii i praktyki nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) powodują konieczność poszerzenia jego interpretacji. Nadzór korporacyjny należy w związku z tym rozpatrywać w nawiązaniu do problemów *governance* występującego w takim ujęciu, jak *global governance*, *public governance* czy *regional governance*. Terminów tych nie można bezpośrednio przetłumaczyć na język polski. Najbardziej odpowiednie wydaje się pojęcie „władanie” czy też „władztwo”, ale budzić ono może różnego rodzaju wątpliwości. Takie terminy, jak władanie globalne czy władanie publiczne, wymagają jeszcze dalszych dyskusji.

W niniejszych rozważaniach jako polski odpowiednik terminu *governance* proponuje się przyjąć termin „władanie”. Nawiązuje się w ten sposób do podziału występującego w dawnym języku polskim – władanie przez właściciela oraz zarządzanie przez wynajętego zarządcę. Wprowadzenie tego terminu stanowi oczywiście jedynie wstęp i zachętę do dalszych badań.

Próbę systemowego ujęcia definicji ogólnego pojęcia *governance* (władanie) podjął B. Jessop [2006]. W ogólnym ujęciu władanie traktowane jest jako refleksywny proces samoorganizacji niezależnych podmiotów zaangażowanych w złożone relacje wzajemnych zależności. Samoorganizacja tych podmiotów opiera się na ciągłym dialogu i podziale zasobów w celu realizacji wzajemnie korzystnych przedsięwzięć oraz w celu właściwego kierowania konfliktami powstającymi w ramach interakcji. Władanie nie musi być przy tym relacją całkowicie symetryczną. Jedna ze stron może posiadać większą władzę, czy też siłę przetargową, a podział korzyści nie musi być całkowicie ekwiwalentny.

Podkreślenie roli samoorganizacji przy jednoczesnym braku ekwiwalentności w definicji władania pozwala na jego odróżnienie zarówno od mechanizmów ekwiwalentnej wymiany i koordynacji w ramach rynku, jak i od wszelkiego rodzaju koordynacji działań, narzuconej w ramach hierarchii władzy.

Propozycja B. Jessopa ma jeden słaby punkt, jakim jest eksponowanie znaczenia samoorganizacji. W niektórych bowiem rozważaniach dotyczących zastoso-

wania podejścia systemowego w teorii organizacji procesy samoorganizacji nie są traktowane w sposób obiektywny, lecz jedynie jako pewna interpretacja narzucona przez obserwatora-analityka [L. Leydesdorff 2001, s. 298].

Zostawiając do dalszej dyskusji problemy definicyjne i interpretacyjne należy stwierdzić, że szeroko rozumiane problemy władania, czy to w skali globalnej, czy też lokalnej, wynikają ze związków pomiędzy rynkowymi mechanizmami koordynacji a innymi mechanizmami regulacji i koordynacji wstępującymi w systemach społecznych. Dotyczą one np. znaczenia władzy politycznej w ramach systemu światowego. Podstawowym przedmiotem zainteresowania w tych koncepcjach jest podział władzy pomiędzy państwa, organizacje międzynarodowe, np. ONZ, Międzynarodowy Fundusz Walutowy, oraz instytucje rynkowe, w tym przede wszystkim korporacje ponadnarodowe.

Problem władania ma istotne znaczenie również w regionalnych ugrupowaniach polityczno-ekonomicznych, takich jak np. Unia Europejska. Chodzi tutaj o związki pomiędzy znaczeniem krajów, regionów oraz relacjami pomiędzy władzą polityczną a rynkiem w ramach UE i w poszczególnych krajach, np. wpływ Europejskiego Banku Centralnego. W ramach poszczególnych krajów bierze się pod uwagę *public governance*, czyli związki pomiędzy mechanizmami sprawowania władzy przez instytucje publiczne a mechanizmami rynkowymi.

We wszystkich przypadkach zwraca się znaczną uwagę na związki pomiędzy politycznymi aspektami władania (*governance*) a nadzorem korporacyjnym (*corporate governance*) rozpatrywanym w ujęciu mikroekonomicznym. Warto przy tym dodać, że termin „nadzór korporacyjny” często jest zastępowany przez pojęcia „władanie korporacyjne”, „władztwo korporacyjne” czy „ład korporacyjny” [C. Mesjasz 1998].

Definicje nadzoru korporacyjnego

Podobnie jak dla innych form *governance*, podanie jednoznacznej definicji nadzoru korporacyjnego jest w zasadzie niemożliwe. Jedną z najogólniejszych propozycji definicji nadzoru korporacyjnego przedstawił S. Turnbull [2006]. Pojęcie *corporate governance* obejmuje wszystkie czynniki wpływające na procesy wyznaczania tych podmiotów, które decydują, w jaki sposób realizowana jest kontrola procesów dostarczania produktów i usług, oraz wszystkie czynniki wpływające na działalność podmiotów kontrolujących. Definicja ta dotyczy wszelkiego rodzaju przedsiębiorstw, zarówno publicznych, czyli notowanych na giełdzie papierów wartościowych, jak i nie notowanych. Pozwala ona również odróżnić nadzór korporacyjny (*corporate governance*), dotyczący wyznaczania podmiotów kontrolujących, co nie jest realizowane w ramach zarządzania (*management*).

Podsumowując rozważania przedstawione w literaturze krajowej i zagranicznej, można wyróżnić następujące sposoby podejścia stosowane w definiowaniu nadzoru korporacyjnego.

W podejściu pierwszym eksponuje się przede wszystkim rolę właścicieli kontrolujących działanie przedsiębiorstwa (organizacji). Nadzór korporacyjny może być traktowany jako nadzór właścicielski w ujęciu Kodeksu handlowego z 1934 r. Forma własności wydaje się w tym przypadku wtórna.

W drugim podejściu oprócz właścicieli bierze się również pod uwagę interesy innych dostarczycieli kapitału – wierzycieli (kredytodawców oraz obligatariuszy). W takim przypadku można już mówić o kontroli korporacyjnej (*corporate control*). Podstawowym problemem jest w tym przypadku możliwość kontroli użytku kapitału powierzonego menedżerom przez kapitałodawców [A. Shleifer, R. Vishny 1997].

W podejściu trzecim nadzór korporacyjny utożsamiany jest z formalnym systemem odpowiedzialności najwyższego kierownictwa przed akcjonariuszami [M. Jerzemowska 2002, s. 30]. Definicję tę można również przedstawić w następujący sposób: „przez nadzór nad działalnością spółek rozumie się zintegrowany zbiór zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, które łagodzą konflikt interesów pomiędzy menedżerami a akcjonariuszami, wynikający z oddzielenia własności od kontroli” [*Efektywny nadzór...*, 2002, s. 31]. Chociaż konflikty pomiędzy właścicielami a menedżerami mogą występować we wszystkich formach własności, to jednak podejście to jest najistotniejsze dla spółek akcyjnych. Jest ono jak dotychczas dominujące i traktowane jest jako typowe dla ekonomii neoklasycznej.

W czwartym podejściu do nadzoru korporacyjnego bierze się pod uwagę interesy wszystkich podmiotów w różnoraki sposób związanych z przedsiębiorstwem (*stakeholders* – interesariuszy). Można więc stwierdzić, że w ujęciu tym specjalnego znaczenia nabierają interesy ogólnospołeczne. W zależności od poszczególnych autorów akcjonariusze traktowani są albo w sposób uprzywilejowany, albo też na równi z innymi interesariuszami. Na podkreślenie zasługuje przy tym fakt, że podejście uwzględniające role innych podmiotów prezentowane jest np. przez czołowego autora podejścia formalnego (neoklasycznego) Jeana Tirole’a [2001].

Próbę kompromisu podejść do nadzoru korporacyjnego, wynikająca zresztą z podejścia czwartego, zawiera interpretacja, w której stwierdza się, że maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest niemożliwa bez uwzględnienia korzyści osiąganych przez pozostałych interesariuszy [M. Jerzemowska 2002, s. 31].

Każde z prezentowanych podejść jest przede wszystkim efektem występowania różnic teoretycznych, a nawet i ideologicznych. Paradoksalnie, różnice metodologiczne mają w tym przypadku mniejsze znaczenie. Chociaż podejście nawiązujące do maksymalizacji majątku akcjonariuszy i rozbieżności ich interesów z interesami menedżerów wydaje się najbardziej przydatne z punktu widzenia analitycznego, to jednak bardziej pogłębione podejście pozwala na twierdzenie, że formalna analiza nadzoru korporacyjnego nawiązująca przede wszystkim do problemu agencji

(problemu przedstawicielstwa) jest niewystarczająca. Stąd też być może wynikają wspomniane powyżej wątpliwości wyrażane przez J. Tirole'a.

Jako podstawę dalszych rozważań w niniejszym artykule przyjęto interpretację, w której jako dominujące traktuje się interesy akcjonariuszy, z jednoczesnym uwzględnieniem innych grup związanych z przedsiębiorstwem (interesariuszy). Podejście takie odnosi się do definicji nadzoru korporacyjnego zaproponowanej przez OECD, zgodnie z którą nadzór korporacyjny dotyczy: „zależności pomiędzy kierownictwem spółki, jej organami oraz akcjonariuszami i pozostałymi interesariuszami”. Nadzór korporacyjny określa również strukturę, za pomocą której wyznacza się cele jednostki gospodarczej, środki potrzebne do ich osiągnięcia oraz metody monitorowania wyników jej działalności [*Principles...*, 1999].

3. Podstawy teoretyczne nadzoru korporacyjnego – kontraktowe ujęcie przedsiębiorstwa

W rozwiniętej gospodarce rynkowej przedsiębiorstwo nie może być rozpatrywane jako monolit, którego głównym celem jest dążenie do maksymalizacji zysku poprzez wzrost konkurencyjności. Zgodnie ze współczesnymi koncepcjami z zakresu zarządzania czy nowoczesną teorią firmy, typowe przedsiębiorstwo, z wyjątkiem niewielkich jednostek *small business* zarządzanych bezpośrednio przez właściciela (właścicieli), posiada złożoną strukturę wewnętrzną, obejmującą różnego rodzaju grupy interesów określane w terminologii anglosaskiej jako *insiders* albo *internal stakeholders* (interesariusze wewnętrzni) – naczelne kierownictwo, kadra kierownicza (menedżerowie) średniego szczebla, pracownicy, czy też inne grupy nacisku, np. rady pracownicze.

W otoczeniu przedsiębiorstwa występują natomiast zewnętrzne grupy interesów – *outsiders* albo *external stakeholders* (interesariusze zewnętrzni), do których zalicza się właścicieli (udziałowców-akcjonariuszy) i ich reprezentantów – radę nadzorczą, instytucje finansowe (banki, instytucje ubezpieczeniowe), dostawców, odbiorców, konkurentów, grupy nacisku, np. organizacje ekologiczne.

Działanie przedsiębiorstwa winno więc być traktowane jako złożony system interakcji – współpracy oraz konfliktów pomiędzy wszystkimi interesariuszami, regulowanych za pomocą odpowiednich kontraktów. Dopiero w efekcie tych interakcji przedsiębiorstwo realizuje swoje, często różnorodnie interpretowane cele – przetrwanie, rozwój oraz wzrost lub maksymalizację wartości rynkowej kapitału akcyjnego. Ze względu na podstawowe znaczenie dla działalności firmy, wynikające z rozwoju rynków finansowych, szczególną uwagę zwraca się na relacje, konflikty interesów oraz kontrakty pomiędzy kapitałodawcami: właścicielami-udziałowcami i wierzycielami, a wewnętrznymi grupami interesów, głównie menedżerami i – w mniejszym stopniu – pracownikami.

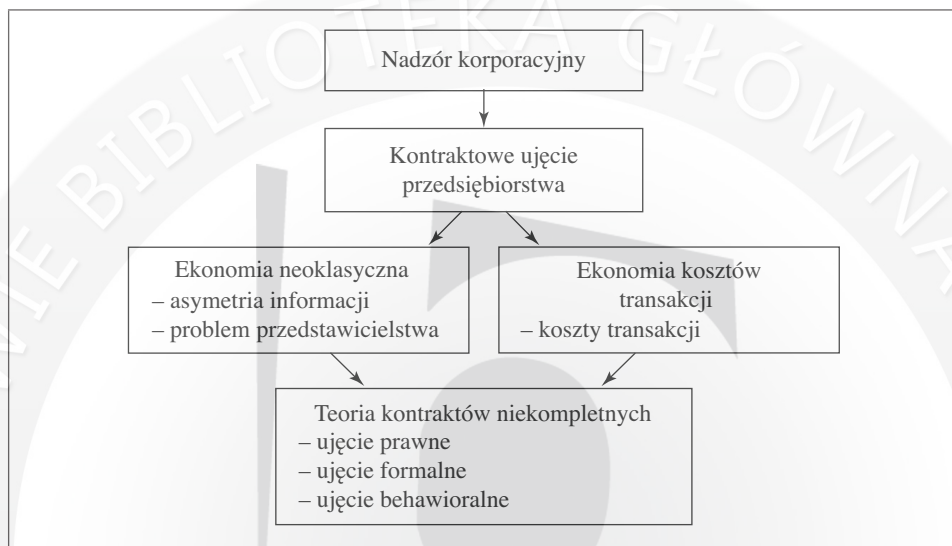
Podstawę kontraktowego podejścia w ramach teorii firmy zapoczątkowanego przez R. Coase'a stanowi problem przedstawicielstwa (problem agencji) [R. Coase 1937]. Chociaż najszersze zastosowanie relacja przedstawicielstwa znalazła jako sposób interpretacji i narzędzie badania zależności pomiędzy właścicielami-akcjonariuszami i wierzycielami a kierownictwem przedsiębiorstwa, to obecnie stosuje się ją do analizy pomiędzy wszystkimi interesariuszami przedsiębiorstwa. Problem przedstawicielstwa jako konsekwencję rozdzielania finansowania i zarządzania, albo też w innym ujęciu, własności i zarządzania, po raz pierwszy w sposób kompleksowy przedstawili M. Jensen i W. Meckling [1976] traktując przedsiębiorstwo, a w zasadzie każdą organizację, jako wiązkę (*nexus*) kontraktów pomiędzy osobami (*individuals*), które mogą również reprezentować inne organizacje. Zgodnie z tym ujęciem prywatna firma może być przedstawiona jako wiązka kontraktów, która charakteryzuje się istnieniem podzielnych roszczeń rezydualnych (*divisible residual claims*) w odniesieniu do przepływów pieniężnych (*cash flows*) i aktywów firmy. Prawa te mogą być przy tym sprzedawane przez strony kontraktów bez konieczności uzyskania zezwolenia pozostałych partnerów w ramach wiązki kontraktów.

Ujęcie powyższe może być rozszerzone w taki sposób, że firmę traktuje się jako zbiorowość (*nexus*) czy sieć (*network*) kontraktów jawnych i niejawnych nie tylko pomiędzy podmiotami roszczącymi sobie prawo do jej zasobów, ale pomiędzy wszystkimi podmiotami-interesariuszami (*stakeholders*) wchodzącymi z nią w relacje, do których zalicza się udziałowców, wierzycieli, kierownictwo, pracowników, dostawców i odbiorców oraz szeroko pojmowane społeczeństwo [C. Mesjasz 1998, 2000].

Teoretyczną podstawę powyższego ujęcia stanowią kontrakty niekompletne (*incomplete contracts*). W kontraktach takich pomija się wiele wariantów przyszłych sytuacji, gdyż uznaje się je za zbyt mało prawdopodobne. Rozwój teorii gier umożliwiający analizę transakcji handlowych i finansowych oraz kontraktów pomiędzy pracodawcami a pracownikami, w tym w szczególności problemy związane z kontraktami, w których modele matematyczne związane z teorią przedstawicielstwa wykorzystuje się do rozwiązywania problemów analizowanych w ramach teorii kosztów transakcji, przyczyniły się do rozwoju teorii kontraktów niekompletnych [O. Hart, J. Moore 1988; O. Hart 1995].

Aby zapewnić możliwość wdrożenia przy zaistnieniu nieprzewidzianych okoliczności, kontrakt musi uwzględniać podział pomiędzy strony rezydualnego prawa kontroli (*residual right of control*) dotyczącego możliwości podejmowania decyzji w takich sytuacjach. W związku z tym musi również istnieć mechanizm pozwalający na uzupełnianie luk w kontrakcie. Podobnie postępuje się przy przygotowaniu kontraktów długoterminowych, które w celu uniknięcia trudności z przewidywaniem wielu różnych możliwości zastępowane są kontraktami o krót-

szym horyzoncie czasowym. W obydwu przypadkach uzupełnieniem kontraktów jest również wprowadzenie możliwości renegeacji.



Rys. 1. Miejsce teorii kontraktów niekompletnych w ramach podstaw teoretycznych nadzoru nad przedsiębiorstwem

Źródło: opracowanie własne.

Warto przy tym zwrócić uwagę, że teoria kontraktów niekompletnych stanowi swego rodzaju syntezę dwóch nurtów ekonomii znajdujących się dotychczas w opozycji, tj. ekonomii neoklasycznej oraz ekonomii neoinstytucjonalnej (ekonomii kosztów transakcji) – por. rys. 1.

4. Normatywne ujęcia nadzoru korporacyjnego

Ocena nadzoru korporacyjnego powinna być rozpatrywana w szerszym kontekście analizy wszelkich form *governance* występujących w systemach społeczno-gospodarczych. Wtedy bowiem dopiero można zauważyć wszelkie atuty i ograniczenia poszczególnych interpretacji koncepcji nadzoru korporacyjnego i jego oceny.

Problemy związane z definiowaniem nadzoru korporacyjnego powodują, że w zasadzie nie jest możliwe podanie jednoznacznych kryteriów jego oceny. Jako podstawę oceny przyjmuje się związki pomiędzy nadzorem korporacyjnym a efektywnością działania spółki. Ponieważ efektywność działania i efektywność zarządzania może być określana na wiele sposobów, w zależności od celu danej

organizacji, dlatego też stwierdzenie o poszukiwaniu tych związków ma charakter postulatyczny i wymaga dalszych badań teoretycznych i empirycznych, wychodzących poza tradycyjne analizy porównawcze podstawowych systemów nadzoru korporacyjnego.

Dlatego też wprowadza się inne pojęcie – efektywność mechanizmów funkcjonowania nadzoru korporacyjnego. Punktem wyjścia tak określonej efektywności może być wpływ nadzoru korporacyjnego na wartość spółki. Bez wątpienia takie podejście do oceny nadzoru korporacyjnego również stanowi istotne uproszczenie. Musi być ono przedmiotem dalszych badań. W jaki bowiem sposób można oceniać efektywność mechanizmów nadzoru korporacyjnego, jeśli cel przedsiębiorstwa traktuje się w sposób rozszerzony, z uwzględnieniem wszystkich interesariuszy.

Założenia, rekomendacje teoretyczne oraz wnioski praktyczne wdrażane są za pomocą następujących mechanizmów nadzoru korporacyjnego:

- mechanizmy prawne (silne podejście regulacyjne),
- kodeksy dobrych praktyk (słabe podejście regulacyjne),
- mechanizm rynkowy.

Przyjmując jako cel podstawowy maksymalizację wartości spółki, można określić następujące teoretyczne podstawy oceny mechanizmów nadzoru korporacyjnego:

- teoria przedstawicielstwa (teoria agencji),
- podejście prawno-ekonomiczne,
- zapobieganie nadużyciom kontroli (nadzoru).

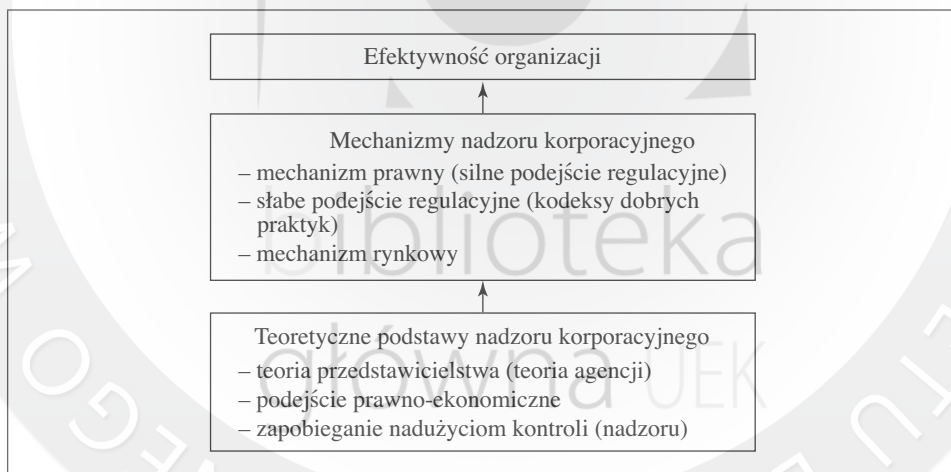
Jak dotychczas najbardziej znanym teoretycznym podejściem normatywnym nadzoru korporacyjnego jest koncepcja przedstawicielstwa (agencji), którą przedstawili A. Berle i G. Means [1932]. Jej główne założenia można sprowadzić do tego, że rozdzielenie własności i kontroli w spółkach sprawia, iż pomiędzy właścicielami a menedżerami powstają konflikty wynikające z różnicy celów stron, występującej pomiędzy nimi asymetrii informacji oraz różnego nastawienia wobec ryzyka.

W latach 90. XX w. istotne znaczenie zdobyło nowe teoretyczne podejście prawno-ekonomiczne, które przedstawili F. Easterbrook i D. Fischel [1991]. Istotę ich koncepcji można przedstawić w następujący sposób. Otóż stwierdzają oni, że podejście A. Berle'a i G. Meansa jest w znacznym stopniu naiwne. Gdyby bowiem miało tak być, że mocodawcy (kapitałodawcy) są wykorzystywani przez przedstawicieli (menedżerów), to unikaliby oni lokowania swego kapitału w spółki znajdujące się w publicznym obrocie. W związku z tym F. Easterbrook i D. Fischel zakładają istnienie mechanizmów rynkowych zapobiegających niewłaściwym zachowaniom przedstawicieli (menedżerów) i zachęcające inwestorów do zakupu akcji. Twierdzą oni, że mechanizmy te są kombinacją spontanicznych praw rynku oraz odpowiednio dostosowanych do nich regulacji prawnych, co w efekcie przyczynia się do powstania „niewidzialnej ręki” zapewniającej łączenie interesów

inwestorów i menedżerów w sposób „optymalny dla społeczeństwa”. Traktują oni przy tym regulacje prawne jedynie jako pomocnicze dla mechanizmów rynku produktów, rynku kapitałowego oraz rynku talentów menedżerskich [F. Easterbrook, D. Fischel 1991, s. 4, 7; W. Black 2003, s. 23].

Jako swego rodzaju odpowiedź na obserwowane ostatnio nieprawidłowości w nadzorze korporacyjnym w USA, W. Black zaproponował podejście koncentrujące się na zapobieganiu nadużyciom kontroli (nadzoru) (*control fraud*). Autor określa również to podejście jako „kryminologia menedżerska” (*white-collar criminology*). W ramach tego podejścia sprawujących kontrolę nad przedsiębiorstwem, a w szczególności menedżerów oraz ewentualnie członków rady nadzorczej (rady dyrektorów), traktuje się jako osoby potencjalnie mogące w sposób nieuczciwy wykorzystywać majątek przedsiębiorstwa.

W ramach tego ujęcia spółkę traktuje się jako przedmiot nieuczciwych zachowań kontrolujących go podmiotów. Spółka może być wtedy używana jako „miecz”, albo jako „tarcza” [W. Black 2003; S. Wheeler, R. Lewis 1982]. Używanie spółki jako „miecza” oznacza, że jest ona instrumentem pozyskiwania pieniędzy od innych. Jeżeli spółkę używa się jako „tarczy” to jej zasoby oraz status prawny wykorzystywane są do ochrony przed sankcjami.



Rys. 2. System oceny nadzoru korporacyjnego

Źródło: opracowanie własne.

Podmioty dokonujące nadużyć w zakresie kontroli mogą zatrudniać wygodne dla siebie osoby, zwalniać niewygodne osoby, mogą też starać się o organizowanie kontroli w wygodny dla siebie sposób. Innym sposobem nadużyć może być gwałtowna ekspansja dokonywana poprzez inwestowanie w obszarach, w których nie

obowiązują zbyt rygorystyczne wymagania w zakresie standardów rachunkowości. Dokonujący nadużyć w zakresie nadzoru doskonale zdają sobie sprawę z tego, że najlepszą formą obrony jest atak, dlatego też wykorzystują związanych z nimi prawników, doradców, a nawet, członków organów ustawodawczych jako swego rodzaju „miecza” w walce z organami kontroli i instytucjami ustawodawczymi.

Istotnym problemem wszystkich podejść normatywnych jest dobór podstawowych kryteriów, na podstawie których dokonuje się oceny nadzoru korporacyjnego w spółkach akcyjnych, które są dominującą formą własności. Jako międzynarodowy standard w tym zakresie przyjmuje się następujące ogólne kryteria zaproponowane przez OECD [*Principles...*, 1999]: prawa akcjonariuszy, równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy, rola pozostałych interesariuszy, publikowanie i jawność, odpowiedzialność rady.

5. Podejścia normatywne a nadzór korporacyjny w Polsce

Uwarunkowania regulacji tworzenia nadzoru korporacyjnego w Polsce

Podobnie jak w innych krajach realizujących transformację gospodarczą, przejście od gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej odbywało się jednocześnie wraz z tworzeniem nowego systemu prawa gospodarczego. Wiązało się to z podstawowym problemem – w jaki sposób można zbudować, czy też nawet „zaprojektować” gospodarkę rynkową, o której wiadomo, że ma charakter spontaniczny. Odnosi się to oczywiście również do regulacji dotyczących nadzoru korporacyjnego. W tym zakresie problemy prawne były jeszcze większe, gdyż tworzenie rynku polegało głównie na zmianie statusu własnościowego przedsiębiorstw, któremu towarzyszyło tworzenie nowego prawa.

Podstawowe problemy prawne występujące w trakcie tworzenia nowych koncepcji nadzoru korporacyjnego w Polsce w okresie transformacji dotyczyły, i nadal dotyczą, następujących zagadnień:

- zakresu odpowiedzialności regulacji prawnych powstałych w okresie gospodarki planowej i w okresie wcześniejszym – przed 1939 r.,
- zakresu zmian regulacji prawnych aktualnych w okresie rozpoczęcia transformacji,
- konieczności wprowadzenia nowego prawa,
- doskonalenia dawnych i nowo wprowadzanych przepisów,
- opracowania prawa determinującego wzorzec nadzoru korporacyjnego,
- związków tworzenia nowego systemu prawa nadzoru korporacyjnego z teoretycznymi koncepcjami ekonomicznymi.

Silne podejście regulacyjne – mechanizmy prawne

Przedstawienie kompleksowej oceny regulacji prawnych dotyczących nadzoru korporacyjnego w Polsce w okresie transformacji przekracza ramy niniejszego opracowania. Dlatego też zaprezentowane w nim zostaną jedynie podstawowe problemy nadzoru korporacyjnego wynikające z regulacji prawnych wcześniej obowiązujących i wprowadzanych w Polsce w okresie transformacji.

Nie ulega wątpliwości, że możliwość odwołania się do Kodeksu handlowego z 1934 r. oraz poprawienie Kodeksu cywilnego z 1964 r. umożliwiły Polsce osiągnięcie przewagi nad innymi krajami realizującymi transformację gospodarczą – przynajmniej w początkowym okresie. Wprowadzane w okresie późniejszym nowe przepisy, w tym w szczególności Prawo działalności gospodarczej², Kodeks spółek handlowych³, ustawa o Krajowym Rejestrze Sądowym, ustawa o rachunkowości oraz inne przepisy, pozwoliły na stworzenie w miarę spójnego, chociaż mającego jeszcze wiele braków, systemu stanowiącego podstawę nadzoru korporacyjnego.

Korzystanie przy tworzeniu nowego prawa działalności gospodarczej z Kodeksu handlowego z 1934 r. oraz nawiązanie do standardów Unii Europejskiej sprawiło, że w Polsce wprowadzony został system określany jako kontynentalny, nadreński, w którym dominują mechanizmy wewnętrzne, i w którym rola rynkowych mechanizmów kontroli jest w pewnym stopniu ograniczona. Efektywność tego systemu w okresie transformacji gospodarczej oraz w okresie ewolucji systemów nadzoru korporacyjnego występujących w świecie wymaga dalszych badań.

Wpływ regulacji prawnych na nadzór korporacyjny w Polsce stanowi dopiero od niedawna przedmiot badań specjalistycznych. Badania te mają jednakże wstępny albo wycinkowy charakter. Wstępnej analizy zgodności polskich regulacji prawnych z zaleceniami OECD dokonała M. Jerzemowska [2002].

Podobnie wstępny charakter mają badania dotyczące nadzoru korporacyjnego prowadzone przez I. Kołodkiewicz, z wykorzystaniem cech, które zaproponowali J. Weimer i J.C. Pape [2001]. Inne przykłady oceny nadzoru korporacyjnego nawiązujące do rozwiązań prawnych zawiera np. opracowanie dotyczące holdingu [M. Jerzemowska, B. Nogalski 2000].

Próbie oceny ratingowej nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach działających w Polsce, w której nawiązuje się do czynników determinowanych przez system prawny, przedstawili P. Tamowicz i M. Dzierżanowski [2002]. Korzystając pośrednio z modelu, który opracował R. La Porta wraz z grupą innych badaczy oraz koncepcji K. Pistor i zespołu dokonali oni oceny polskich spółek giełdowych z wykorzystaniem następujących indeksów:

² Ustawa z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo działalności gospodarczej, Dz.U. nr 101, poz. 1178.

³ Ustawa z dnia 8 listopada 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. nr 84, poz. 1037.

– indeks rady nadzorczej opisujący pozycję rady nadzorczej w ramach systemu nadzoru korporacyjnego (skład, stabilność, możliwości realizacji funkcji kontrolnych),

– indeks kontroli oportunistów (rozumianego jak w teorii kosztów transakcyjnych), opisujący stan zabezpieczeń przed wykorzystaniem uprzywilejowanej pozycji do czerpania wybranych rodzajów transakcji,

– indeks zarządu opisujący pozycję zarządu w ramach nadzoru korporacyjnego,

– indeks pozwalający na analizę wykorzystywania przez spółkę rozwiązań ograniczających możliwość przejęcia (*takeover*),

– indeks wskazujący na reprezentatywność WZA,

– dwa indeksy opisujące jawność informacyjną spółki.

Wpływ systemu prawnego na nadzór korporacyjny w krajach transformacji był również przedmiotem badań wspomnianych powyżej specjalistów zagranicznych, związanych bezpośrednio i pośrednio z międzynarodowymi instytucjami finansowymi.

R. La Porta wraz z zespołem stwierdził, że system prawny może wpływać na wielkość rynków finansowych, wycenę przedsiębiorstwa, dostęp do zewnętrznego finansowania oraz poziom koncentracji własności i kontroli. Do analizy znaczenia regulacji prawnych dla nadzoru korporacyjnego wspomniany zespół autorów zastosował dwie miary: indeks praw akcjonariuszy oraz indeks praw kredytobiorców [*Legal Determinants...*, 1997; *Law and Finance* 1998].

Koncepcję powyższą dostosowała K. Pistor wraz z zespołem do oceny wpływu regulacji prawnych na nadzór korporacyjny w krajach transformacji gospodarczej [K. Pistor, M. Raiser, S. Gelfer 2000; K. Pistor 2000]. W jej opracowaniach indeks praw akcjonariuszy La Porty został uzupełniony o pięć dodatkowych skumulowanych indeksów dotyczących takich kwestii, jak:

– ochrona prawa głosu akcjonariuszy,

– prawo do wycofania się akcjonariuszy z udziału w przedsiębiorstwie,

– sposób regulacji relacji pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami oraz relacji pomiędzy mniejszościowymi akcjonariuszami a blokiem akcjonariuszy,

– wskaźnik poziomu integralności rynku kapitałowego.

Kolejną kompleksową próbę oceny działania nadzoru korporacyjnego stanowiły badania przeprowadzone przez zespół kierowany przez B. Wawrzyniaka, które dotyczyły Narodowych Funduszy Inwestycyjnych [*Narodowe Fundusze Inwestycyjne...*, 1998; I. Kołodkiewicz 2002]. Wyniki przeprowadzonych badań pozwoliły na sformułowanie wielu wniosków dotyczących całego programu NFI, natomiast wpływ systemu prawnego był w nich ujmowany jedynie w pośredni sposób.

Przedstawiony powyżej przegląd koncepcji związków systemu prawnego w Polsce z nadzorem korporacyjnym pozwala na wyciągnięcie następujących wniosków:

- badania dotyczące wpływu systemu prawnego na nadzór korporacyjny w Polsce mają jedynie charakter wstępny (poza pracami K. Pistor),
- nie prowadzono jak dotychczas badań na podstawie jednolitego zbioru kryteriów dostosowanych do wymogów specyfiki podstaw prawnych nadzoru korporacyjnego w warunkach transformacji,
- ze względu na niekompletność badań nie jest możliwe dokonanie nawet wstępnej oceny zalet i wad systemu prawnego dotyczącego nadzoru korporacyjnego,
- przy tworzeniu regulacji prawnych dotyczących nadzoru korporacyjnego w Polsce nie uwzględniono podstawowych koncepcji teoretycznych,
- w sposób pośredni jako podstawę teoretyczną nadzoru korporacyjnego przyjmuje się problem przedstawicielstwa, jednak bez odnoszenia się do teorii kontraktów niekompletnych oraz bez odnoszenia się do innych teorii ekonomicznych.

Słabe podejście regulacyjne – kodeksy dobrych praktyk

Ponieważ istniejące systemy prawne w całym świecie w zasadzie nie mogą objąć wszystkich uwarunkowań nadzoru korporacyjnego, dlatego też w wielu krajach uznano, że istniejące regulacje prawne należy uzupełnić o zbiory reguł postępowania, które określono jako tzw. kodeksy dobrych praktyk. Kodeksy takie wdrażane są w większości krajów świata. Często nawiązuje się w nich do wzorcowych zaleceń OECD. W kodeksach tych uwzględnia się również specyfikę problemów lokalnych rynków.

Należy podkreślić, że kodeksy dobrych praktyk nie są wdrażane jako dokumenty prawne. Traktowane są jako swego rodzaju „kodeksy dobrych obyczajów”. Ich znaczenie wynika z tego, że na danym rynku wymaga się deklaracji dotyczących stosowania tych praktyk, które egzekwowane są przez poszczególne giełdy papierów wartościowych. Ogłoszenia publiczne, że dana spółka zrezygnowała z tego rodzaju praktyk, traktowane są jako sankcje wpływające negatywnie na reputację, a co za tym idzie, i na wartość spółki.

W Polsce prace nad kodeksami dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego rozpoczęte zostały w 2001 r. Prace prowadzone były przez dwa ośrodki i w rezultacie funkcjonują dwa projekty, każdy o innym zakresie oddziaływania, opierające się na innych założeniach. Pierwszy projekt to kodeks „Corporate Governance” dla polskich spółek publicznych, przygotowany przez Polskie Forum Corporate Governance, a firmowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową w Gdańsku⁴. Drugie opracowanie jest to dokument przygotowany przez Komitet Dobrych Praktyk, a firmowany przez Instytut Rozwoju Biznesu – Centrum Pry-

⁴ W pracach nad przygotowaniem kodeksu obok osób redagujących – Macieja Dzierżanowskiego oraz Piotra Tamowicza (IBnGR) uczestniczyły Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA oraz Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych – por. www.pfcg.org.pl.

watyżacji w Warszawie, zatytułowany „Zasady dobrych praktyk – dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r.”⁵

Przedstawienie pełnego porównania obydwu dokumentów nie wydaje się konieczne. Wyczerpująca analiza porównawcza przeprowadzona została przez A. Mikosza [2002]. Warto natomiast zwrócić uwagę na kilka problemów związanych z wdrażaniem kodeksów dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego w Polsce. Po pierwsze, propagowane są dwa kodeksy, gdy tymczasem pojawiało się coraz więcej głosów, aby zastąpić je jednym dokumentem. Po drugie, wiele firm w sposób wybiórczy traktuje wersję kodeksu przyjętą przez Giełdę Papierów Wartościowych, publicznie deklarując nieprzestrzeganie niewygodnych dla siebie deklaracji [G. Brycki 2003]. Po trzecie, pomimo wysokiej jakości prawnej obydwu kodeksów, podobnie jak w przypadku regulacji prawnych, w obydwu projektach kodeksów brakuje ściślejszego nawiązania do związków pomiędzy systemem prawnym a teoretycznymi koncepcjami dotyczącymi nadzoru.

6. Zakończenie

Rozważania zawarte w artykule stanowią jedynie wprowadzenie do dalszych badań w ramach szerszego opracowania. Na ich podstawie można jednak stwierdzić, że teoretyczne podstawy nadzoru korporacyjnego nie są jeszcze dostatecznie rozwinięte. Wydaje się bowiem, że pomimo zalet podejścia nawiązującego do teorii kontraktów niekompletnych i problemu przedstawicielstwa, należałoby w większym stopniu wziąć pod uwagę podejście systemowe. Umożliwiłoby to bardziej kompleksowe ujęcie problemów nadzoru korporacyjnego.

Podobnie można również stwierdzić, że niedostatecznie zbadane zostały związki pomiędzy problemami władania (*governmance*) w szerszej skali – świata, regionów i krajów, a nadzorem korporacyjnym. Jest to szczególnie istotne w dobie globalizacji, integracji europejskiej oraz stałego wzrostu znaczenia wielkich korporacji ponadnarodowych.

Przedstawione jako przykład zależności pomiędzy teorią a podejściami normatywnymi stosowanymi w Polsce wskazują, że w naszym kraju reguły dotyczące funkcjonowania nadzoru korporacyjnego są jeszcze niedostatecznie rozwinięte i podlegają ciągłym zmianom. Dotyczy to zarówno silnego podejścia regulacyjnego, czyli mechanizmów prawnych, jak i słabego podejścia regulacyjnego, czyli kodeksów dobrych praktyk. Na podkreślenie zasługuje również to, że system

⁵ Projekt IRB firmowany jest przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Polską Konfederację Pracodawców Prywatnych, Polską Radę Biznesu oraz Stowarzyszenie Remitentów Giełdowych.

prawny dotyczący nadzoru korporacyjnego w Polsce tworzony był w całkowitym oderwaniu od teoretycznych podstaw opracowanych w ekonomii i zarządzaniu.

Literatura

- Berle A.A., jr., Means G.C. [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- Black W. [2003], *Reexamining the Law-and-Economics Theory of Corporate Governance*, „Challenge”, vol. 46, nr 2.
- Bossak J., Zalega K. [2001], *Efektywność corporate governance a kierunki rozwoju rynku kapitałowego Polsce*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 4 (106).
- Brycki G. [2003], *Niechętni niezależnym radom*, „Rzeczpospolita”, nr 156.
- Coase R. [1937], *The Nature of the Firm*, „Economica”, vol. 4.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R. [1991], *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka* [2002], S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, PWE, Warszawa.
- Hart O., Moore J. [1988], *Incomplete Contracts and Renegotiation*, „Econometrica”, vol. 56, nr 4.
- Hart O. [1995], *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford.
- Jensen M.C., Meckling W.H. [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3.
- Jerzemowska M. [2002], *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa.
- Jerzemowska M., Nogalski B. [2000], *Corporate Governance in Polish Holdings. In Search of Effective Corporate Governance*, Management Studies Center, Warszawa.
- Jessop B. [2006], *Governance and Metagovernance: On Reflexivity, Requisite Variety, and Requisite Irony*, Department of Sociology, Lancaster University, <http://www.lancs.ac.uk/fss/sociology/papers/jessop-governance-and-metagovernance.pdf>, 4.05.2006.
- Koładkiewicz I. [2001], *Nadzór korporacyjny w Polsce. Pierwsze doświadczenia*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 3 (105).
- Koładkiewicz I. [2002], *Nadzór korporacyjny w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa.
- Law and Finance* [1998], R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, „Journal of Political Economy”, vol. 106, nr 6.
- Legal Determinants of External Finance* [1997], R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, „Journal of Finance”, vol. 52, nr 3.
- Leydesdorff L. [2001], *A Sociological Theory of Communication. The Self-Organization of the Knowledge-Based Society*, Universal Publishers/uPUBLISHCOM, USA.
- Mesjasz C. [1998], *Corporate Governance. Nadzór nad przedsiębiorstwem czy „władanie korporacyjne”?*, „Przegląd Organizacji”, nr 11.
- Mesjasz C. [2000], *Determinanty i modele procesów negocjacji kredytowych pomiędzy bankiem i przedsiębiorstwem*, Seria Specjalna: Monografie, nr 142, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków.

- Mikosz A. [2002], *Porównanie i ocena polskich projektów kodeksów „corporate governance”*, Weil, Gotshal & Manges, Warszawa.
- Narodowe Fundusze Inwestycyjne. *Zarządzanie nową strukturą* [1998], B. Wawrzyniak, I. Koładkiewicz, J. Solarz, M. Trocki, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Pistor K. [2000], *Patterns of Legal Change: Shareholder and Creditor Rights in Transition Economics*, „EBRD Working Paper”, nr 49.
- Pistor K., Raiser M., Gelfer S. [2000], *Law and Finance in Transition Economies*, „EBRD Working Paper”, nr 48.
- Principles of Corporate Governance* [1999], OECD, Paris.
- Shleifer A., Vishny R. [1997], *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance”, vol. 52, nr 2.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M. [2002], *Problem pomiaru efektywności nadzoru korporacyjnego: Ratingi nadzoru korporacyjnego, ich charakterystyka, dylematy i użyteczność*, „Organizacja i Kierowanie”, nr 1 (107).
- Tirole J. [2001], *Corporate Governance*, „Econometrica”, vol. 69, nr 1.
- Turnbull S. [2006], *Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms*, Social Science Research Network (SSRN), <http://ssrn.com/abstract=221350>, 4.05.2006.
- Weimer J., Pape J.C. [2001], *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, Corporate Governance. International Perspective, vol. 7, nr 2.
- Wheeler S., Lewis R.M. [1982], *The Organization as Weapon in White Collar Crime*, „Michigan Law Review”, vol. 80, nr 7.

Review of the Theoretical Concepts of Corporate Governance

The theory of incomplete contracts and the concepts that refer to it – agency theory, the legal-economic approach and the approach aimed at preventing abuses of control (supervision) – constitute the theoretical basis for deliberations on corporate governance. In all of these approaches, the importance of the relationships between economic mechanisms and legal instruments are emphasised. Relationships between theoretical concepts of corporate governance and the normative approach encompassing the legal approach and the regulatory approach are, on the other hand, insufficiently taken into account either in economic practice or in theoretical works published in Poland. The purpose of this article is to review the basic theoretical concepts of corporate governance as well as to conduct an initial analysis of the relationships between these concepts and normative approaches – the legal approach and the regulatory approach. As an illustration of these relationships, the author presents selected examples of the regulatory problems that arise in corporate governance systems in Poland.