

Jan Jeżak

Uniwersytet Łódzki

CORPORATE GOVERNANCE JAKO NOWY OBSZAR WIEDZY I PRAKTYKI BIZNESOWEJ

Wprowadzenie

Nasilające się procesy globalizacji gospodarki światowej nie zmniejszają wyraźnych różnic pomiędzy poszczególnymi krajami i narodami w zakresie ich systemów ekonomicznych, prawnych, społecznych oraz kulturowych. To zróżnicowanie narodowe jest widoczne również na poziomie spółki, chociażby w odpowiedzi na tak fundamentalne pytania, jak: Co jest podstawowym celem spółki? W czyim interesie ona działa i która grupa interesów ma lub powinna mieć nad nią kontrolę? Wreszcie, przez kogo i w jaki sposób kontrola ta powinna być sprawowana?

Na te pytanie stara się odpowiedzieć stosunkowo nowa dziedzina wiedzy i praktyki biznesowej, która kryje się za angielskim terminem *corporate governance*. Kluczowe tutaj słowo *governance* wywodzi się od łac. *gubernare*, a jako rzeczownik pochodzi od angielskiego czasownika *govern*, który oznacza rządzenie, przewodzenie, kontrolowanie, regulowanie, wyznaczanie kierunku działania, a także ograniczanie zakresu swobody decydowania¹.

Corporate governance to obszar badań o charakterze interdyscyplinarnym, łączący w sobie takie dyscypliny, jak: makro- i mikroekonomia, rynki finansowe i finanse spółek, prawo spółek, zarządzanie strategiczne oraz teoria organizacji zarządzania. Równocześnie jest to taki obszar wiedzy oraz nauczania, który rozwija u studiujących umiejętności projektowania, organizowania oraz nadzorowania procesów decyzyjnych w spółkach, jak również umiejętności oceny efektywności ekonomicznej i rynkowej tych podmiotów. Tym samym *corporate governance* trzeba uznać za nowy i zarazem istotny obszar badań oraz kształcenia w zakresie nauk o zarządzaniu.

Celem niniejszego artykułu jest próba reasumpcji najnowszych doświadczeń w dziedzinie *corporate governance* (szczególnie doświadczeń anglosaskich i niemieckich) oraz wskazania na tej podstawie kierunku zmian w polskich rozwiązaniach w tej dziedzinie.

¹ *Słownik angielsko-polski Collins*. Red. J. Fisiak. Polska Oficyna Wydawnicza, Warszawa 1996, s. 198.

1. Dlaczego ład, a nie nadzór korporacyjny?

Obfitość treściowa słowa *governance* stała się podłożem dla różnorodnych ujęć terminu *corporate governance*. Na przykład według A. Cadbury'ego, pioniera idei tzw. dobrych praktyk korporacyjnych i zarazem jednego z największych autorytetów w tej dziedzinie – *corporate governance* to system, poprzez który spółki są prowadzone i kontrolowane². Prawie identycznie definiuje istotę *corporate governance* B. Tricker, inny brytyjski autorytet³. Na system ten składają się według wspomnianych autorów takie elementy, jak obowiązujące regulacje prawne, działalność odpowiednich agend rządowych, rad spółek, zachowania menedżerów i akcjonariuszy oraz innych interesariuszy. Z kolei J. Weimer i J.C. Pape definiują *corporate governance* jako mniej lub bardziej specyficzny dla danego kraju układ czynników prawnych, instytucjonalnych oraz kulturowych, które określają wpływ poszczególnych interesariuszy (menedżerów, pracowników, akcjonariuszy, kredytodawców, klientów, dostawców oraz rządu) na procesy decyzyjne w spółkach⁴. Podobnie wypowiadają się inni autorzy. Na przykład A. Shleifer i R.W. Vishny definiują *corporate governance* jako zestaw mechanizmów przekładających sygnały z rynków produktów oraz rynków zaopatrzeniowych na odpowiednie zachowania spółki⁵.

Spośród wielu innych ujęć na uwagę zasługuje określenie zamieszczone w preambule do „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD”, które określa *corporate governance* jako „(...) sieć relacji między kadłą zarządzającą spółek a ich organami nadzorczymi akcjonariuszami i innymi grupami interesów zainteresowanymi funkcjonowaniem spółki. *Corporate governance* obejmuje także strukturę, za pośrednictwem której ustalone są cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki”⁶.

Przytoczone określenia nie pozostawiają wątpliwości, że termin *corporate governance* może być rozumiany wąsko – jako odpowiedzialność spółki wobec akcjonariuszy, lub szeroko – wobec wszystkich interesariuszy, a nawet całego społeczeństwa⁷. W każdym razie ma on szersze znaczenie niż termin nadzór właścicielski, używany często jako jego odpowiednik w języku polskim. Pojęcie

² A. Cadbury: *What are the Trends in Corporate Governance? How will they Impact your Company?* „Long Range Planning” 1999, No. 1, s. 12-19.

³ B. Tricker: *Corporate Governance. Principles, Policies and Practices*. Oxford University Press, Oxford, New York 2009, s. 7-9.

⁴ J. Weimer, J.C. Pape: *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*. „Corporate Governance. An International Review” 1999, Vol.7, No. 2, s. 152.

⁵ A. Shleifer, R.W. Vishny: *A Surrey of Corporate Governance*. „The Journal of Finance” 1997, No. 52(2), s. 11.

⁶ *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*. Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa 2004, s. 11.

⁷ J. Solomon: *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley & Sons, Chichester 2007, s. 3. Zob. również: B.Tricker: Op. cit., s. 39-46.

corporate governance nie ma zresztą dobrego odpowiednika w języku polskim; można je tłumaczyć bardziej jako nadzór korporacyjny, władztwo korporacyjne lub władanie korporacyjne, co czyni zresztą od wielu lat większość polskich autorów.

Pojęcie nadzoru właścicielskiego koncentruje się na analizie tradycyjnej relacji właściciel – zarządzający oraz pryncypał – agent, i w warunkach polskich jest odnoszone w pierwszym rzędzie do sfery prawnej, tj. określenia kompetencji organów spółki: walnego zgromadzenia akcjonariuszy, rady nadzorczej i zarządu oraz sprecyzowania wzajemnych stosunków pomiędzy tymi organami. Nadzór korporacyjny natomiast, jako szersze ujęcie corporate governance, wyraźnie poszerza pole tej analizy, uwzględniając w nadzorowaniu i prowadzeniu spółki rolę także innych grup interesariuszy (tzw. stakeholders), takich jak pracownicy, wierzyciele, klienci, dostawcy, społeczność lokalna oraz państwo. Ponadto do zakresu zainteresowań tak rozumianego corporate governance należą również tzw. zewnętrzne mechanizmy kontroli działalności spółek, tj. rynek finansowy (w tym kapitałowy), rynek pracy, rynek talentów menedżerskich oraz rynek kontroli przedsiębiorstw (procesy fuzji i przejęć).

Zdaniem autora niniejszego artykułu takie rozumienie terminu corporate governance jest nadal niewystarczające, zwłaszcza w kontekście zmian, jakie dokonały się i ciągle dokonują się pod wpływem wielu niespodziewanych bankructw i skandali korporacyjnych w Stanach Zjednoczonych i Europie w latach 80. i 90. XX w. oraz w pierwszych latach XXI w. Najnowszym impulsem do szerszej interpretacji terminu corporate governance jest ostatni ogólnoswiatowy kryzys finansowy, który wykazał nieskuteczność dotychczasowych systemów kontroli wewnętrznej i zewnętrznej w sektorze bankowym, ale przede wszystkim spowodował erozję społecznego zaufania do korporacji, do ich zarządów i rad nadzorczych, a także do firm audytorskich, konsultingowych oraz ratingowych.

Wymienione wyżej zjawiska i wprowadzone w ich następstwie nowe regulacje prawne (np. amerykańska ustawa Sarbanes – Oxley Act) oraz nowe rozwiązania organizacyjne (np. wzmocnienie pozycji tzw. dyrektorów zewnętrznych w radach spółek) uznaje się często za niewystarczające. Obok doskonalenia mechanizmów kontroli zewnętrznej i wewnętrznej, czyli tradycyjnych elementów nadzoru korporacyjnego, postuluje się włączenie do problematyki corporate governance nowego elementu, jakim jest społeczna odpowiedzialność korporacji – rozumiana zarówno jako odpowiedzialność wewnętrzna (wobec pracowników, klientów, dostawców, wierzycieli), jak i zewnętrzna (społeczność lokalna, środowisko naturalne, gospodarka jako całość, państwo)⁸. Jest to zgodne z rozumieniem

⁸ A. Cadbury: *Corporate Governance and Chairmanship. A Personal View*. Oxford University Press, Oxford 2002, s. 158-174.

corporate governance przez znaną spółkę autorską R.A.G. Monks i N. Minow⁹. Pisząc o corporate governance jako o instytucjach i procesach zachodzących w sferze tworzenia zasobów korporacji oraz zarządzania nimi, a także o rozwoju jej relacji z otoczeniem, które mają służyć kreowaniu bogactwa dla inwestorów, autorzy ci podkreślają, że procesy te nie mogą być realizowane w sposób obciążający innych uczestników życia społecznego lub społeczeństwo jako całość.

Takie podejście jest uzasadnione w świetle zmian, jakie zachodzą we współczesnej gospodarce, gdzie obok kapitału finansowego coraz większego znaczenia nabiera kapitał intelektualny oraz kapitał społeczny. Na tym tle inwestorami stają się w pewnym sensie także pracownicy, którzy muszą stale rozwijać swoje kwalifikacje dla dobra danej korporacji, a potem w razie przeniesienia się do innej firmy ich kwalifikacje znów muszą być dostosowywane do wymogów tej firmy.

Ze społeczną odpowiedzialnością lub kulturą zwiększonej odpowiedzialności jako nowym wymiarem corporate governance wiąże się z kolei postulat większej transparentności spółek. „Duch transparentności”, obok kultury zwiększonej odpowiedzialności, jest zdaniem wielu autorów podstawowym warunkiem odbudowy tzw. public trust, czyli społecznego zaufania do spółek. Odnosi się to w pierwszym rzędzie do publikowanych przez spółki sprawozdań finansowych, które powinny być łatwo dostępne, kompletne oraz wiarygodne pod każdym względem¹⁰.

Jeżeli do zarysowanej wyżej tendencji doda się tworzone niemal we wszystkich krajach świata kodeksy dobrych praktyk korporacyjnych, jako tzw. miękkie prawo korporacyjne, to nie ulega wątpliwości, że treść pojęcia corporate governance znacznie rozszerzyła się w ciągu ostatnich piętnastu lat. Nie oddają jej należycie terminy nadzór właścicielski oraz nadzór korporacyjny. O ile nadzór właścicielski dotyczy sposobu egzekwowania wiązki praw własnościowych (głównie relacji pomiędzy akcjonariuszami i ich formalnymi pełnomocnikami oraz zarządem spółki), a nadzór korporacyjny rozszerza prawo kontroli nad spółką na innych interesariuszy, w tym rynek kapitałowy, państwo, związki zawodowe, związki pracodawców itd., o tyle współczesne rozumienie terminu corporate governance idzie jeszcze dalej, dodając imperatyw społecznej odpowiedzialności korporacji, a wraz z nim podwyższone standardy etyczne oraz określone wzorce zachowań menedżerów, inwestorów, pracowników banków oraz firm audytorskich, popularyzowane w formie kodeksów dobrych praktyk korporacyjnych.

⁹ R.A.G. Monks, N. Minow: *Corporate Governance*. Blackwell, Cambridge 1995.

¹⁰ S.A. DiPiazza Jr., R.G. Eccles: *Building Public Trust. The Future of Corporate Reporting*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 1-32.

Problematyka corporate governance już od wielu lat sukcesywnie przesuwa się – jak zauważają A. Demb i F. Neubauer – ze sfery „corporate domain” do „public domain” czyli ze sfery komercyjnej zdominowanej przez korporacje do sfery publicznej¹¹.

Potrzebne jest zatem umiejscowienie problematyki corporate governance w szerszym kontekście, który uwzględnia nie tylko formalną, ale także nieformalną strukturę wpływów na najważniejsze decyzje podejmowane przez menedżerów i który nadaje tym decyzjom silne uwarunkowanie systemowe, wynikające z oczekiwań społecznych oraz rozwiązań instytucjonalnych konstytuujących system gospodarczy danego kraju.

Wielu polskich autorów dostrzega dokonującą się ewolucję pojęcia corporate governance i przyjmuje w swych pracach ten termin w wersji oryginalnej. Takie rozwiązanie przyjmuje np. M. Federowicz¹², K. Zalega¹³ oraz M. Aluchna¹⁴. Z kolei J. Solarz proponuje tłumaczyć corporate governance jako „władanie korporacyjne”¹⁵. Do tej propozycji przychyliła się również Cz. Mesjasz, przypominając, że polskie określenie „nadzór nad spółką” jest sprzeczne z sensem angielskiego słowa „governance”¹⁶.

Jeszcze inne tłumaczenie proponuje G. Domański, jeden z inicjatorów oraz organizatorów Polskiego Forum Corporate Governance. Jego zdaniem najbardziej adekwatnym pojęciem byłoby „władztwo korporacyjne”, co wynika wprost z logiki prawa spółek, a po drugie wskazuje na analogię pomiędzy podziałem władzy w państwie i spółce¹⁷.

W przekonaniu autora niniejszego artykułu najlepszym odpowiednikiem pojęcia corporate governance w języku polskim jest termin ład korporacyjny, który nie eksponuje słowa nadzór, lecz implikuje szerszy, społeczny i systemowy kontekst działania spółek oraz konieczność uwzględniania w ich zachowaniach uwarunkowań i oczekiwań, płynących z szeroko pojętego otoczenia spo-

¹¹ A. Demb, F. Neubauer: *Corporate Governance: Lifespace and Accountability*. W: *The Corporate Board: Confronting the Paradoxes*. Oxford University Press, Nowy Jork 1992, s. 857.

¹² M. Federowicz: *Corporate governance – nadzór nie tylko właścicielski. Relacje między kontrolą nad zarządzaniem a systemem instytucjonalnym w gospodarce*. W: *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*. Red. S. Rudolf. Uniwersytet Łódzki, Łódź 2000, s. 25-36.

¹³ K. Zalega: *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2003.

¹⁴ M. Aluchna: *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2007.

¹⁵ J.K. Solarz: *Metodologia badania złożonych układów organizacyjnych. Perspektywa „corporate governance”*. W: *Raport o zarządzaniu*, Warszawa 1997, www.pfcg.org.pl/biblioteka/publikacjepolskie.

¹⁶ Cz. Mesjasz: *Corporate governance. Nadzór nad przedsiębiorstwem czy „władanie korporacyjne”*. „Przegląd Organizacji” 1998, nr 11, s. 11-13.

¹⁷ G. Domański: *Zasady corporate governance a nowe polskie prawo akcyjne*. Materiały konferencji pt. „Corporate governance – nowe prawo w spółkach”. Fundacja Centrum Prywatyzacji, Warszawa, 2-3 marca 2000.

łecznego i makroekonomicznego. Należy w tym miejscu wyraźnie podkreślić, że współczesna korporacja nie jest tylko instytucją ekonomiczną, lecz także instytucją społeczną. Jej celem nie jest więc maksymalizacja wartości dla inwestorów, a także maksymalizowanie wartości dla innych grup interesu.

2. Proces ewolucji rozwiązań anglosaskich oraz niemieckich

Porównując modele anglosaskie oraz niemieckie, pierwszym czynnikiem, który różnicuje obydwa rozwiązania jest poziom koncentracji własności korporacyjnej. Modele anglosaskie charakteryzuje własność rozproszona, natomiast modele niemieckie, a także łacińskie – własność skupiona w rękach kilku akcjonariuszy (bloki akcji lub głosów). Jest to rezultat odpowiednich regulacji prawnych lub też ich braku. Określone restrykcje prawne, np. amerykańskie limity inwestycyjne w odniesieniu do holdingów, kształtują takie struktury własnościowe spółek. Brak tych limitów, np. w odniesieniu do banków niemieckich, prowadzi do ich dominacji w strukturach własnościowych tamtejszych spółek, a pośrednio do wysokiego stopnia koncentracji własności w tych spółkach. Trzeba jednak zaznaczyć, że koncentracja własności korporacyjnej nie jest zjawiskiem jednoznacznie negatywnym. Brakuje bowiem mocnych dowodów empirycznych na to, że spółki o skoncentrowanych strukturach własności, czyli np. spółki niemieckie, francuskie czy japońskie są mniej efektywne od spółek o rozproszonym akcjonariacie, czyli spółek amerykańskich, brytyjskich lub australijskich.

Innym czynnikiem różnicującym modele anglosaskie i niemieckie jest struktura akcjonariatu. Akcjonariusze indywidualni są we wszystkich regionach świata mniejszością. Wskutek postępującego od połowy lat 70. procesu instytucjonalizacji własności korporacyjnej posiadaczami największych pakietów akcji w spółkach anglosaskich stały się instytucje, takie jak fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne. W spółkach niemieckich i japońskich rolę tę pełnią banki, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz grupy kapitałowe. W modelu łacińskim znaczącymi akcjonariuszami są również rodziny oraz rządy. W Europie kontynentalnej i w Japonii instytucjonalizacja własności jest dodatkowo wzmacniana przez tzw. akcje wzajemne lub krzyżujące się, które służą do rozszerzania i umacniania wpływów grup kapitałowych jako akcjonariuszy. Zjawisko instytucjonalizacji akcjonariatu spółek należy traktować jako jedną z najważniejszych cech współczesnego corporate governance. Niesie ono ze sobą istotne zmiany nie tylko w strukturach własnościowych spółek, lecz także w systemach nadzorowania i zarządzania ich działalnością. Zmiany te były na tyle znaczące, że w połowie lat 90. zyskały one miano kapitalizmu inwestorskiego.

Trzeba wspomnieć, że z silną rolą banków w spółkach niemieckich i japońskich wiąże się ciągła dyskusja w literaturze światowej, również w Niemczech, o potrzebie zmniejszenia tej roli¹⁸. Chodzi o konflikt ról pomiędzy rolą akcjonariusza spółki oraz jej wierzyciela. Bank jako wiodący akcjonariusz ma wpływ zarówno na system nadzoru, jak i na system zarządzania spółką. Ten wpływ sprawia, że np. ekspertyzy i prognozy są sporządzone głównie pod kątem ryzyka wierzycielskiego i wspierają funkcjonowanie spółki zorientowane na interes banku jako kredytodawcy. Dodatkowo pozycja banku jako wierzyciela może prowadzić do ochrony własnego zaangażowania kapitałowego przez przedkładanie bezpieczeństwa tego kapitału nad pojawiającą się okazją rynkową. W praktyce może to oznaczać pozbawienie spółki możliwości udziału w zyskowych, lecz ryzykownych przedsięwzięciach. Jak twierdzą eksperci – bank pełniąc rolę głównego dostawcy kapitału, zarówno wewnętrznego (akcjonariusz), jak i zewnętrznego (kredytodawca), ma dostęp do właściwie wszystkich informacji o spółce. Znając je oraz monitorując sytuację na rynku kapitałowym może skuteczniej pomagać spółce w wyborze optymalnego dla niej, czyli często tańszego źródła finansowania. Bankowi zależy nie tylko na własnym zysku, lecz także na tym, aby współpracujący z nim podmiot był dochodowy i wypłacalny. Z kolei poprzez dostęp do pełnej informacji o spółce banki jako akcjonariusze mogą skuteczniej monitorować oraz dyscyplinować kadrę kierowniczą. Taki sposób kontrolowania działalności spółki jest tańszy niż system anglosaski, oparty na groźbie fuzji oraz przejęć, operacjach kosztownych i nie zawsze kończących się sukcesem finansowym¹⁹. Zdaniem autorów amerykańskich spółki działające w modelu anglosaskim mają z kolei tę przewagę, że lepiej wykorzystują pojawiające się szanse rynkowe, szybciej realokują swoje zasoby oraz zapewniają wyższe zyski swym właścicielom.

W dyskusji nad zaletami i wadami poszczególnych modeli ładu korporacyjnego nie może zabraknąć opinii na temat monistycznego i dualistycznego systemu władzy w spółce. System monistyczny, czyli jednopoziomowy, praktykowany w spółkach anglosaskich, a także w spółkach japońskich oraz w większości spółek francuskich, skupia funkcje zarządcze i nadzorcze w jednym organie, zwanym radą dyrektorów (*board of directors*). W radzie dyrektorów, jak już wcześniej wspomniano, zazwyczaj wyróżnia się dwie grupy osób, a mianowicie osoby biorące aktywny udział w procesach zarządzania spółką (tzw. dyrektorzy wewnętrzni lub wykonawczy) oraz osoby wykonujące wyłącz-

¹⁸ Przebieg tej dyskusji relacjonuje m.in. M. Hessel. Zob. tegoż autora: *Rady spółek i kontrola poprzez reprezentację*. W: *W poszukiwaniu skutecznej rady, czyli o kontroli spółek akcyjnych w gospodarce rynkowej*. Red. M. Hessel. Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1995, s. 84.

¹⁹ M. Lashgari: *Corporate Governance: Theory and Practice*. „The Journal of American Academy of Business” September 2004, s. 48.

nie zadania nadzorcze (dyrektorzy zewnętrzni lub niewykonawczy). Część funkcji zarządczych może być delegowana na innych pracowników spółki, którzy nie wchodzi w skład rady dyrektorów. Grupa takich funkcjonariuszy jest zazwyczaj określana mianem *corporate officers*. Nie tworzy ona jednak odrębnego organu zarządzającego. Dla odmiany system dualistyczny, czyli dwupoziomowy, popularny w dużej części Europy kontynentalnej, przyjmuje wyraźne rozgraniczenie pomiędzy funkcją nadzorczą, którą pełni oddzielny organ, zwany radą nadzorczą (niem. *Aufsichtsrat*, ang. *supervisory board*). Funkcję zarządczą natomiast sprawuje zarząd (niem. *Vorstand*, ang. *management board*). Oba te organy funkcjonują obok siebie i żaden z nich nie może wydawać wiążących poleceń drugiemu. Wzajemne oddziaływanie jest jednak dość ewidentne, chociażby dlatego, że to właśnie rada nadzorcza zazwyczaj powołuje i odwołuje zarząd spółki oraz określa wysokość jego wynagrodzeń. Ponadto statuty wielu spółek w systemie dualistycznym obligują zarząd do uzyskania zgody rady nadzorczej na dokonanie niektórych czynności prawnych, np. na zawarcie określonych transakcji. Z kolei rada nadzorcza jest mocno uzależniona od zarządu w zakresie ilości i jakości przekazywanych informacji o spółce.

System dualistyczny, praktykowany przede wszystkim w Niemczech i Austrii oraz fakultatywnie także we Francji (gdzie – jak podaje M. Aluchna – stosuje go zaledwie 15% spółek)²⁰, jest często krytykowany właśnie za to, że osobom pełniącym funkcje nadzorcze nie zapewnia pełnej wiedzy o spółce. Osoby te, pochodzące spoza firmy i niemające dokładnej wiedzy o spółce, nie mogą skutecznie monitorować i kontrolować działalności zarządu, ani też doradzać zarządowi. Zwolennicy systemu dualistycznego podkreślają jednak, że osoby spoza firmy, posiadające własne doświadczenie menedżerskie lub biurowe, potrafią bardziej obiektywnie spojrzeć na działalność danej firmy, a jako osoby niezależne lepiej reprezentują interesy akcjonariuszy oraz ostrożniej ustalają wynagrodzenia zarządu. Ponadto jako osoby niezależne mogą się wyspecjalizować w sprawowaniu funkcji nadzorczej. Wreszcie, odrębny organ nadzorczy w przypadku Niemiec, to – jak już wcześniej pisano – miejsce współpracy przedstawicieli kapitału oraz przedstawicieli pracowników (zasada kodeterminacji). Trudno jednak nie przyznać racji zwolennikom modelu anglosaskiego, że system monistyczny ma tę wielką zaletę, że zapewnia członkom rad dyrektorów, pełniącym funkcje nadzorcze, pełną wiedzę o tym, co się dzieje w spółce oraz bieżące monitorowanie sytuacji.

Bardzo przekonującym dowodem na tę przewagę jest proces podejmowania decyzji o fuzji firm Daimler-Benz i Chrysler. Przypadek ten pokazuje dekoracyjną rolę rady nadzorczej w największej niemieckiej grupie przemysłowej, jaką

²⁰ M. Aluchna: *Rada w systemie nadzoru korporacyjnego*. „Przegląd Corporate Governance” 2006, nr 2(6), s. 27.

jest Daimler-Benz AG²¹. Ma zatem rację E. Berglöf oraz E.L. von Thadden, że dwupoziomowy system władzy w spółce, czyli oddzielenie nadzoru od zarządzania, zwiększa władzę menedżerów oraz rozbudowuje ich wpływy poprzez szeroką nieformalną sieć różnych powiązań (*extensive management networks*)²².

Nadmierna pozycja zarządów niemieckich spółek, ich silne powiązania z dostawcami oraz z bankami przy równocześnie słabej pozycji tamtejszych rad nadzorczych wzbudza niepokój niemieckich środowisk inwestorskich, których siła oddziaływania zwiększa się z każdym rokiem. Tak jak w innych krajach, stowarzyszenia inwestorów żądają od kierownictw spółek większej przejrzystości, usprawnienia systemu kontroli wewnętrznej oraz poprawy efektywności. Według niektórych autorów niemieckie spółki i niemieckie zarządzanie stopniowo „amerykanizuje się”²³. Dotyczy to w szczególności dużych niemieckich spółek działających na rynkach międzynarodowych, takich jak Daimler-Benz, Hoechst, Bayer, BASF, Bertelsmann, Siemens, Thyssen-Krupp czy Deutsche Bank. Spółki te zaadaptowały amerykańską filozofię zarządzania wartością dla akcjonariuszy, z ceną rynkową akcji jako istotnym czynnikiem ich efektywności. Przekazują inwestorom tak istotne informacje, jak spodziewane przyszłe zyski i dywidendy. Stosują powszechnie przyjęte miary rentowności, jak zwrot kapitału własnego (Return On Equity – ROE) oraz zwrot z kapitału całkowitego (Return On Capital – ROC). Ponadto spółki te wykorzystują stosują nowoczesne formy motywacji menedżerów (np. opcje na akcje), a młodych wyróżniających się menedżerów kierują na studia MBA do najlepszych amerykańskich szkół biznesu. Wreszcie, spółki te biorą aktywny udział w procesach fuzji i przejęć oraz wdrażają międzynarodowe standardy rachunkowości (oparte na wzorcach amerykańskich), a ich językiem biznesowym jest język angielski. Wszystkie te działania wynikają z obecności największych niemieckich spółek na międzynarodowych rynkach kapitałowych, w tym na Giełdzie Nowojorskiej (New York Stock Exchange – NYSE).

Z powyższego wynika, że niemieckie corporate governance stara się stawić czoła wyzwaniom związanym z procesami globalizacji działalności gospodarczej. W wyniku tego otwarcia może narodzić się ciekawa kombinacja amerykańskiej idei wartości dla akcjonariuszy z niemiecką ideą dialogu społecznego, społecznej równowagi oraz społecznej odpowiedzialności firmy. Taka kombinacja może stać się wzorcem dla innych krajów Europy kontynentalnej, w tym Polski.

²¹ F. Neubauer, V. Steuer, G. Rädler: *The Daimler Merger: The Involvement of the Boards*. „Corporate Governance: An International Review” 2000, Vol. 8, No. 4 (October), s. 375-387.

²² E. Berglöf, E.L. von Thadden: *The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries*. SITE, Stockholm School of Economics and CEPR, June 1999, manuscript, s. 15.

²³ E.H. Schlie, M. Warner: *The „Americanization” of German Management*. „Journal of General Management” 2000, Vol. 25, No. 3, s. 33-49.

Dążenia do obiektywnej oceny każdego modelu wymaga w tym miejscu podkreślenia, że amerykański model ładu korporacyjnego również przechodzi daleko idącą metamorfozę. Po serii bankructw i nadużyć korporacyjnych (Enron, WorldCom, Global Crossing, Tyco International) na początku pierwszej dekady XXI w. przeprowadzono analizy, które wykazały wiele patologicznych zjawisk w amerykańskich spółkach publicznych. Na przykład duże zdziwienie wywołało zjawisko nadmiernej koncentracji władzy. W połowie 2002 r. aż w 80% amerykańskich spółek, objętych indeksem S&P 500, funkcję przewodniczącego rady dyrektorów oraz naczelnego dyrektora (CEO) pełniła ta sama osoba. Zaskoczeniem była też skala zjawiska, jakim jest równoczesne zasiadanie w radach dyrektorów innych spółek. Analiza przeprowadzona przez firmę Bloomberg wykazała, że naczelnicy dyrektorzy pięćdziesięciu największych amerykańskich spółek giełdowych są przeciętnie członkami trzech lub więcej rad dyrektorów innych spółek, a niektórzy zasiadają nawet w dziesięciu radach²⁴. Ponadto uczestniczą oni często w pracach komitetów ds. audytu oraz komitetów ds. wynagrodzeń menedżerów tych spółek. Zdaniem dyrektorów zajmujących tak liczne stanowiska nabywane w ten sposób doświadczenie i osobiste kontakty są bardzo korzystne dla firm macierzystych. Innego zdania są inwestorzy, którzy zarzucają naczelnym dyrektorom zbyt małą troskę o wyniki spółek oraz interesy akcjonariuszy. Zjawiskiem, które szczególnie irytuje amerykańskich inwestorów są olbrzymie wynagrodzenia i odpawy naczelnych dyrektorów. Na przykład w latach 1995-2001 wynagrodzenia te podwoiły się, osiągając średnio wielkość 11,7 mln USD²⁵. Warto dodać, że rosnącym wynagrodzeniom dyrektorów nie zawsze towarzyszył wzrost cen akcji danej spółki. Nierzadko były to fakty zupełnie oderwane od siebie. Szczególnie groźnym „grzechem” amerykańskich menedżerów są wreszcie przypadki fałszowania zapisów księgowych oraz budowanych na tej podstawie nierzetelnych sprawozdań finansowych, co wykazały skandale korporacyjne w spółkach Enron, WorldCom i innych czołowych spółkach publicznych.

Wymienione wyżej słabości amerykańskich praktyk korporacyjnych nie są niczym nowym. Środowiska inwestorskie zaskoczyła jednak skala niektórych zjawisk, jak np. łączenie funkcji przewodniczącego rady i naczelnego dyrektora, równoczesne zasiadanie w radach dyrektorów wielu spółek, czy też stale rosnące wynagrodzenia menedżerów, praktycznie bez związku z wynikami zarządzanych przez nich spółek. W związku z tymi zjawiskami amerykańskie stowarzyszenia inwestorskie, a zwłaszcza wpływowa Rada Inwestorów Instytucjonalnych (Council of Institutional Investors), ocenia że za ten stan rzeczy odpowiadają nie

²⁴ Bloomberg News 2003, za: A. Krzemiński: *Wady amerykańskiego systemu zarządzania*, www.parkiet.com, 7 marca 2003.

²⁵ Ibid.

tylko dyrektorzy naczelni spółek, lecz także analitycy giełdowi, firmy audytorskie i ratingowe oraz osoby i instytucje nadzorujące rynki finansowe.

Zgodnie z amerykańską doktryną prawną tamtejsze prawo oraz jego egzekwowanie, czyli sądownictwo niechętnie angażuje się w ustrój wewnętrzny spółki (jedyną sytuację, w której sądy ingerują jest upadłość spółki). Upadłość znanych spółek oraz ogólnie krytyczna ocena niektórych praktyk korporacyjnych uświadomiła jednak amerykańskim elitom politycznym oraz tamtejszej opinii publicznej, że również obszar funkcjonowania spółek wymaga określonych regulacji, zwiększających odpowiedzialność władz spółki. Na podstawie takiego przekonania już w lipcu 2002 r. Kongres Stanów Zjednoczonych uchwalił ustawę o audycie wewnętrznym (Sarbanes-Oxley Act), która wprowadziła system kontroli wewnętrznej w spółkach. Ustawa ta stała się pierwowzorem dla podobnych aktów prawnych w innych krajach. Równocześnie giełdy papierów wartościowych (New York Stock Exchange i Nasdaq Stock Market) postawiły nowe wymogi informacyjne oraz organizacyjne spółkom, których akcje są przedmiotem obrotu na obydwu rynkach. Zalecono, aby większość dyrektorów wchodzących w skład ścisłego kierownictwa spółki, a także wszyscy członkowie komitetów odpowiedzialnych za audyt oraz komitetów decydujących o wynagrodzeniach kierownictwa spółki, było dyrektorami niezależnymi. Oznacza to, że muszą to być osoby, które nie mają żadnych powiązań osobistych lub finansowych z daną firmą, ani z zatrudnionymi w niej innymi osobami.

Ten sam kierunek rozwiązań zasugerowała specjalna grupa ekspertów, powołana przez Zgromadzenie Rad (Conference Board). Zaleciła ona m.in. zwiększenie liczby niezależnych dyrektorów w radach spółek, tak aby dysponowali oni wyraźną przewagą liczebną. Ponadto, uznała za konieczne rozdzielenie funkcji przewodniczącego rady oraz dyrektora naczelnego. Wzmocnienie roli tzw. dyrektorów niezależnych oceniono jako bardzo istotne z tego względu, że amerykańscy naczelni dyrektorzy cieszą się szczególnie silną pozycją. W przeciwieństwie do spółek europejskich czy japońskich spółki amerykańskie mają bowiem tysiące, a nawet miliony akcjonariuszy, co sprawia, że kierownictwo spółki jest rzadko kontrolowane przez dominujących akcjonariuszy. Należy jednak dodać, że i ta sytuacja powoli zmienia się. Amerykańscy inwestorzy instytucjonalni, głównie fundusze emerytalne oraz inwestycyjne, zaczynają bowiem tworzyć szersze porozumienia o współdziałaniu i wywierają coraz silniejszą presję na kierownictwa spółek w zakresie poprawy efektywności działania. Publikują również własne rankingi spółek w zakresie jakości ładu korporacyjnego, np. znany kalifornijski publiczny fundusz emerytalny CalPERS.

Dokonane wyżej porównanie dwóch najbardziej popularnych na świecie modeli ładu korporacyjnego wykazało, że żaden z nich nie jest rozwiązaniem idealnym. Przeciwnie, w każdym z nich można się doszukać wielu słabości bądź

wynaturzeń, spowodowanych oportunistycznym menedżerów, członków organów nadzorujących lub dominujących akcjonariuszy. Występują one najczęściej z przyczyn natury etycznej. Aby im zapobiec, we wszystkich modelach tworzy się lub doskonalą takie rozwiązania instytucjonalne, które eliminują zachowania szkodliwe dla spółki jako odrębnego podmiotu ekonomicznego, a w szczególności dla jej mniejszościowych akcjonariuszy.

Jest rzeczą interesującą, że zdecydowana większość tych zmian zmierza w tych samych kierunkach, niezależnie od praktykowanego modelu ładu korporacyjnego. Do najbardziej widocznych zmian, pokazujących równocześnie tę zbieżność, należy zaliczyć następujące przedsięwzięcia:

1. Wzmocnienie roli rad dyrektorów (rad nadzorczych) jako strategicznego partnera dla zarządów spółek²⁶. Jest to podyktowane postępującym procesem instytucjonalizacji własności korporacyjnej, a w ślad za tym powrotem do tradycyjnej, czyli aktywnej roli akcjonariuszy w spółce (kapitalizm inwestorski). Innym czynnikiem wzmacniającym rolę rad są nagłe bankructwa i skandale korporacyjne w wielu krajach (Stany Zjednoczone, Japonia, Niemcy, Francja, Włochy, Wielka Brytania). Zwróciły one uwagę inwestorów oraz opinii publicznej na monitorującą i kontrolną funkcję rad oraz na ich kluczową rolę w ocenie jakości zarządzania spółką. Zamiast rad kreowanych przez menedżerów, czyli przez osoby kontrolowane, przypomina się o potrzebie traktowania rad jako przedłużonego ramienia akcjonariuszy, które ma być strażnikiem interesów wszystkich akcjonariuszy, nie wykluczając mniejszościowych. Warto podkreślić, że o wzmocnieniu niezależności rad i o ich proinwestorskiej orientacji mówi się oraz pisze nie tylko w krajach anglosaskich, lecz także w Japonii i w Niemczech. W przypadku Niemiec, gdzie do tej pory rady troszczyły się głównie o interesy akcjonariuszy większościowych i pracowników, na znaczeniu zyskują coraz bardziej interesy akcjonariuszy mniejszościowych. W ślad za tym poprawia się tam jakość sprawozdań finansowych oraz wszelkich informacji związanych z działalnością spółek²⁷.
2. Najważniejszym czynnikiem wzmacniającym rolę rady w modelach anglosaskich jest niezależność tzw. dyrektorów zewnętrznych, czyli tej grupy członków rady, która zajmuje się czynnościami nadzorczymi. W przypadku systemu monistycznego chodzi głównie o niezależność od dyrektora naczelnego (CEO) oraz pozostałych menedżerów najwyższego szczebla. W systemie du-

²⁶ O strategicznej roli rad w całym systemie corporate governance piszą m.in. dwaj znani brytyjscy badacze Ph. Stiles oraz B. Taylor (Boards at Work. How Directors View their Roles and Responsibilities, Oxford University Press, Oxford-New York 2002, s. 31-59). W literaturze polskiej szerzej pisze na ten temat m.in. B. Jasiński (*Efektywne wykorzystanie potencjału rady nadzorczej spółki w sytuacjach kryzysowych*. „Przegląd Organizacji” 9/2012, s. 37-40).

²⁷ P. Witt: *Corporate Governance im Wandel*. „Zeitschrift Führung Organisation” 2000, nr 3 (Mai/Juni), s. 159-163.

alistycznym akcent kładzie się natomiast na niezależność od akcjonariuszy większościowych. Pojęcie niezależności próbowano sprecyzować poprzez badania przeprowadzone przez firmę doradcą KPMG. Ankieta przeprowadzona wśród członków rad 213 spółek europejskich wykazała, że 87% badanych za najważniejsze kryterium niezależności uznało brak finansowych i biznesowych powiązań członków rad ze spółką lub jej zarządem. Inne kryteria niezależności to nieotrzymywanie żadnych dodatkowych przychodów ze spółki poza wynagrodzeniem z tytułu zasiadania w radzie oraz reprezentowanie ogółu akcjonariuszy, a nie ich wybranej grupy. Za istotny atrybut niezależności uznano też niepełnienie funkcji kierowniczych lub nieświadczenie innej pracy w danej spółce przez okres co najmniej pięciu ostatnich lat²⁸. We wszystkich modelach anglosaskich obowiązuje obecnie zalecenie, aby dyrektorzy zewnątrzni stanowili ponad połowę członków rady dyrektorów.

3. Ważnym elementem wzmocnienia pozycji rady jest rozdzielenie funkcji przewodniczącego rady dyrektorów oraz dyrektora naczelnego. Dotyczy to w szczególności spółek amerykańskich, gdyż w spółkach brytyjskich separacja tych dwu stanowisk jest rozwiązaniem powszechnie stosowanym już od wielu lat. Tym samym model amerykański częściowo zbliża się do ponad 100-letniej idei niemieckiego ładu korporacyjnego o rozdzieleniu funkcji nadzorczej od funkcji zarządczej w spółce.
4. Rozwiązaniem wzmocniającym rolę rad oraz zalecanym zarówno w systemach monistycznych, jak i dualistycznych jest powoływanie komitetów. Najczęściej są to komitety ds. audytu, nominacji, wynagrodzeń, a często także komitety ds. wykonawczych (zajmujące się przygotowaniem stanowiska rady w sprawie kluczowych decyzji zarządu spółki) oraz ds. finansowych (w przypadku dużych spółek międzynarodowych, prowadzących różne przedsięwzięcia inwestycyjne i wymagających dużego zaangażowania kapitałowego). Według formułowanych zaleceń komitety ds. audytu oraz ds. wynagrodzeń powinny być obsadzone wyłącznie przez niezależnych członków rady.
5. Innym postulatem formułowanym zarówno w systemach monistycznych, jak i dualistycznych jest traktowanie rady dyrektorów lub rady nadzorczej jako strategicznego zasobu spółki. Rada, a w szczególności jej członkowie zewnątrzni odpowiednio dobierani, mogą być źródłem specjalistycznej wiedzy oraz bogatego doświadczenia biznesowego, a także źródłem cennych kontaktów. Koncepcja rady efektywnie współpracującej z zarządem i wspierającej zarząd, zwłaszcza w zakresie podejmowania decyzji strategicznych, wiąże się z tzw. nurtem zasobowym w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem.

²⁸ Corporate Governance in Europe, KPMG Survey 2001/2002.

Równocześnie oznacza ona poszukiwanie równowagi pomiędzy monitorowaniem i nadzorowaniem pracy zarządu z jednej strony oraz współpracą i doradzaniem zarządowi – z drugiej strony.

6. Wreszcie niezwykle ważnym czynnikiem zbliżającym do siebie wszystkie modele ładu korporacyjnego są „kodeksy” dobrych praktyk korporacyjnych. Inicjatywa zapoczątkowana w Wielkiej Brytanii na początku lat 90. XX w., za sprawą znanego raportu A. Cadbury’ego, stała się platformą budowy światowego standardu w zakresie ładu korporacyjnego, w tym m.in. w obrębie systemów informowania inwestorów, zasad ochrony mniejszości kapitałowej oraz zasad organizowania walnych zgromadzeń akcjonariuszy, pracy rad nadzorczych oraz pracy zarządów spółek.

Zestawione powyżej zmiany w omówionych wcześniej modelach ładu korporacyjnego nie pozostawiają wątpliwości, że jesteśmy świadkami powolnej konwergencji tych modeli. Procesy te zachodzą oczywiście stopniowo i przy zachowaniu, przynajmniej w najbliższej przyszłości, specyfiki narodowej ładu korporacyjnego, czego przykładem są modele niemiecki oraz japoński. Tak jak przewidywał J. Lorsch, w miarę pogłębiania się procesów globalizacji działalności gospodarczej coraz bardziej globalne stają się również same korporacje, ich systemy władzy oraz praktyki zarządcze i kontrolne²⁹.

W przypadku krajów – członków Unii Europejskiej czynnikiem sprzyjającym konwergencji narodowych modeli ładu korporacyjnego są również niektóre inicjatywy legislacyjne. Takim rozwiązaniem jest np. koncepcja europejskiej spółki akcyjnej jako ponadnarodowej odmiany spółki akcyjnej oraz związany z nią projekt dyrektywy Komisji Europejskiej zobowiązującej wszystkie państwa członkowskie do umożliwienia spółkom publicznym wyboru pomiędzy monistycznym a dualistycznym modelem ładu korporacyjnego³⁰. Taki wybór mają już od początku lat 60. ubiegłego wieku akcjonariusze spółek francuskich. Funkcjonują tam – o czym wspomniano w trakcie prezentowania modeli łańcuchowych – dwa modele. Pierwszy, zbliżony do modeli anglosaskich, przewiduje połączenie funkcji zarządczych i nadzorczych w formie jednego organu kolegialnego, zwanego Radą Administrującą (*Le conseil d'administration*). Przewodniczący tej rady jest równocześnie dyrektorem generalnym (franc. *President Directeur Generale* – PDG). Drugi system z odrębną radą nadzorczą jest odwzorowaniem modelu niemieckiego, Jest rzeczą wielce symptomatyczną, że ponad 80% spółek francuskich wybiera model pierwszy.

²⁹ J. Lorsch: *Corporate governance*. W: *Concise International Encyclopedia of Business and Management*. Red. M. Warner. International Thomson Business Press, Boston-London 1997, s. 104.

³⁰ T. Siemiątkowski: *System monistyczny ładu korporacyjnego – krok ku przyszłości*. „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 11, s. 53.

Podsumowując, trzeba stwierdzić, że obserwowany obecnie na całym świecie proces zbliżania się różnych modeli ładu korporacyjnego coraz bardziej ewoluje w kierunku modeli anglosaskich. Jest to zjawisko widoczne również w Europie kontynentalnej, gdzie model niemiecki utrzymuje się w sensie formalno-prawnym już tylko w kilku krajach zachodnich (Niemcy, Austria, niemieckojęzyczna część Szwajcarii). Przy czym model ten również zmienia się, stopniowo wchłaniając niektóre elementy modeli anglosaskich.

Podsumowanie

Przeprowadzone wyżej rozważania pokazują, że corporate governance jest szerokim interdyscyplinarnym oraz dynamicznym obszarem wiedzy, ściśle związanym z naukami o zarządzaniu, chociaż powstał on na styku ekonomii, rynków finansowych, finansów spółek oraz prawa spółek. Wnosi on jednak istotny wkład w rozwój nauk o zarządzaniu, polegający na lepszym rozumieniu mechanizmów funkcjonowania dużych przedsiębiorstw, jakimi są zazwyczaj spółki kapitałowe. Dotyczy to w szczególności systemów władzy i własności oraz procesów podejmowania decyzji strategicznych w tych podmiotach.

Na przykład widoczne w Europie już od wielu lat zjawisko konwergencji systemów monistycznego i dualistycznego, w tym ewolucja systemu dualistycznego w Niemczech, polegająca na stopniowej absorpcji wielu elementów z systemów anglosaskich, powinny stać się impulsem do przełamania dotychczasowego zachowawczego podejścia do kwestii rozdziału funkcji zarządczych i nadzorczych w polskim corporate governance. Nie można przecież ignorować faktu, że system monistyczny jest rozwiązaniem absolutnie dominującym na świecie i że jest on jednoznacznie kojarzony z procesem globalizacji gospodarki światowej. Ponadto, niektóre znaczące kraje Europy kontynentalnej odchodzą lub już odeszły od systemu dualistycznego, jak np. kraje skandynawskie, a inne jak np. Francja przyznały spółkom prawo wyboru systemu. Jednym z zamierzeń Komisji Europejskiej jest zresztą przygotowanie dyrektywy zobowiązującej państwa członkowskie do umożliwienia spółkom publicznym takiego właśnie wyboru. O aspektach prawnych tej zmiany pisze T. Siemiątkowski³¹. Powstaje zatem pytanie, jaki sens ma dalsze trwanie przy rozdziale funkcji zarządczych i nadzorczych, skoro ponad stuletnia praktyka tego systemu wcale nie wykazała wyższości systemu dualistycznego nad monistycznym. Tym bardziej, że system ten wywołuje niezadowolenie nawet w samych Niemczech. Reforma ustroju wewnętrznego polskich spółek akcyjnych powinna zatem stać się przedmiotem poważnej dyskusji w polskich kręgach gospodarczych i politycznych.

³¹ T. Siemiątkowski: Op. cit., s. 53-55.

CORPORATE GOVERNANCE AS A NEW AREA OF KNOWLEDGE AND PRACTICE

Summary

The purpose of this paper is to analyse global, mainly Anglo-Saxon and German experience in the field of corporate governance and then attempt to answer a question to what extent this experience should be used in the Polish model of corporate governance.

In the first part of the paper the author conducts a review of world literature and presents the most important conclusions from a discussion on the need for changes in both Anglo-Saxon and German corporate governance solutions. These changes are proceeding simultaneously and what is interesting – as the author concludes – both (Anglo-Saxon and German) models gradually get closer to each other.

In the second part of the paper the author introduces the process of convergence of various models and identifies the most important elements of this process.

The whole paper ends with a recapitulation of the most important conclusions from the discussion.