

## Alokacja władztwa korporacyjnego w spółkach kapitałowych

Ewa Pietrusińska

*Tematem artykułu jest identyfikacja elementów konstrukcji ekonomiczno – prawnej spółek kapitałowych (spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej) z punktu widzenia ich wewnętrznej organizacji i funkcjonowania. Dotyczy to zwłaszcza uwarunkowań podejmowania decyzji korporacyjnych i zarządczych. Identyfikacja taka ma na celu ułatwienie dokonania wyboru typu spółki w praktyce, co rzutuje na sposób zarządzania. Podstawowym kryterium wyboru typu spółki kapitałowej jest odmienność konstrukcji obu spółek, która przejawia się w osobowo – kapitałowym charakterze spółki z o.o. i czysto kapitałowym charakterze spółki akcyjnej; fakt ten ma bezpośredni wpływ na sposób zarządzania przez właścicieli.*

Zróznicowanie form organizacyjnych spółek kapitałowych i elastyczność przy kształtowaniu ustroju konkretnej spółki przez założycieli pozwalają na dostosowanie jej do specyfiki przedsięwzięcia gospodarczego. Kluczowym zagadnieniem w tym względzie jest poziom osobistego zaangażowania inwestora w procesie podejmowania decyzji i zarządzania.

1. Relacje między zarządem, radą nadzorczą a zgromadzeniem wspólników/walnym zgromadzeniem w spółkach kapitałowych decydują o powodzeniu przedsięwzięcia. Wzajemne stosunki, zachodzące między zarządem a radą nadzorczą, są funkcją organizacji zarządzania, przyjętą przez właścicieli i zapisaną w statucie/umowie spółki. Kompetencje zgromadzenia wspólników, rady nadzorczej i zarządu świadczą o stylu i organizacji przyjętego modelu zarządzania.

Struktura organów w spółce jako organizacji, a także ich funkcje i zakres kompetencji są środkiem do celu (Bolesta-Kukułka, 1998: 48). Celem jest zbiór wzajemnie powiązanych dążeń, aspiracji i zamierzonych efektów o różnym stopniu konkretności. Celem najwyższego rzędu każdej organizacji jest przetrwanie i rozwój, co związane jest ze zrównoważonym funkcjonowaniem, a w przypadku organizacji rynkowych - z maksymalizacją zysku. Cele mogą mieć charakter strategiczny. Są wśród nich zamierzenia długofalowe, ważne dla przyszłego rozwoju spółki. Są one związane ze zdobywaniem nowych rynków, podejmowaniem kluczowych decyzji inwestycyjnych. Cele strategiczne wyznaczają płaszczyznę konkretnych zadań i celów niższego rzędu: taktycznych i operacyjnych. Cele spółki kapitałowej, które ma ona osiągać, niezależnie od poziomu ich ogólności wyznaczane są przez wspólników/akcjonariuszy. Zarząd ma te cele realizować, natomiast rada nadzorcza - nadzorować ich realizację. Jak słusznie za-

uważa K. Bolesta-Kukułka, „każda organizacja rozrastając się i starzejąc, coraz bardziej żyje własnym życiem, często eliminuje swych twórców (założycieli), odsuwając ich od wpływów i władzy, o czym świadczy oddzielenie się własności od zarządzania” (Bolesta-Kukułka, 1998: 51).

W moim przekonaniu na podstawie analizy przepisów KSH uwidaczniają się dwa modele relacji między organami spółki, które mogą być modyfikowane w drodze praktyki statutowej (Kręzel, 2000):

- model scentralizowany decyzyjnie, przewidziany dla spółki z o.o., w którym większość strategicznych decyzji kadrowych, finansowych, majątkowych itp., podejmowana jest przez zgromadzenie wspólników,
- model zdecentralizowany decyzyjnie, przewidziany dla spółki akcyjnej, w którym rada nadzorcza przejmuje część istotnych kompetencji w zakresie funkcjonowania spółki.

Uzależnienie decyzji zarządu od zgody wspólników występuje najczęściej w kilkuosobowych spółkach z o.o. Praktyka ta prowadzi do wzmocnienia pozycji zarządu, który otrzymuje zgodę na podjęcie istotnych działań bezpośrednio od samych właścicieli spółki, a nie od organu pośredniego, zarządzająco-nadzorującego, jakim jest rada nadzorcza. To wspólnicy podejmują decyzje kadrowe, strategiczne, finansowe, dotyczące majątku spółki. Rada nadzorcza, jeżeli jest powołana w spółce z o.o., pełni najczęściej rolę opiniującą propozycje zarządu, stanowiąc swoisty filtr przed ostatecznymi decyzjami wspólników. Sama rada nie podejmuje żadnych kluczowych decyzji, ograniczając się do rekomendacji propozycji, przedkładanych przez zarząd spółki. Struktura organizacyjna tego rodzaju jest również preferowana w spółkach akcyjnych z dominującym udziałem inwestora strategicznego, który radę traktuje jako ciało doradcze, zarówno dla siebie, jak i dla zarządu.

W przypadku spółki akcyjnej zależność działań zarządu od walnego zgromadzenia przy dużej liczbie akcjonariuszy może doprowadzić do paraliżu spółki. W modelu zdecentralizowanym rada nadzorcza w spółce akcyjnej uczestniczy w jej bieżącym działaniu, np. poprzez zatwierdzanie większości projektów wymagających dużego zaangażowania finansowego czy współdecydowania o kupnie lub sprzedaży określonego majątku.

Pojęcie „zarządzanie” można określić poprzez jego funkcje. H. Fayol, jeden z przedstawicieli teorii zarządzania, wyróżnił, między innymi, trzy funkcje zarządzania: planowanie, organizowanie, kontrolowanie (Fayol, 1947: 37, Krzyżanowski, 1985: 220). Na gruncie kodeksu spółek handlowych proces decyzyjny podzielony został między zarząd, walne zgromadzenie (zgromadzenie wspólników) i radę nadzorczą.

Wykonywanie władztwa korporacyjnego wyraża się w podejmowaniu decyzji w sprawach, należących do niezbywalnych prerogatyw właścicielskich; jest więc zarządzaniem logistycznym. Tradycyjny model władz w spółce kapitałowej przewiduje walne zgromadzenie, które jest ciałem stanowiącym, radę nadzorczą, sprawującą kontrolę i zarząd, kierujący bieżącą działalnością spółki. Praktyka jednak dostarcza dowodów, że coraz częściej mamy do czynienia z odstępstwem od tego tradycyjnego podziału ról organów spółki. Jest to niewątpliwie związane z rozwojem gospodarczym i jego otwartością, a co za tym idzie - czerpaniem wzorców z innych systemów prawnych. Pod ich wpływem rada nadzorcza przestaje pełnić funkcje czysto nadzorcze, stając się często ośrodkiem władzy fak-

tycznej i współzarządza spółką, a zarząd uzyskuje niejednokrotnie pozycję, odpowiadającą radzie dyrektorów w systemie angloamerykańskim, z charakterystycznym podziałem na członków wykonawczych i niewykonawczych. Zgromadzenia wspólników/akcjonariuszy przestają być tylko forum prawotwórczym; stają się pewnego rodzaju „areną” dla akcjonariuszy, pokazując ich relacje z władzami spółki, a także z samą spółką. Szczególną rolę – jak pokazuje praktyka – zgromadzenie odgrywa w procesach utrzymywania i przejmowania kontroli nad spółką; służy potwierdzeniu układu sił w spółce. Widoczne jest to zwłaszcza w spółkach akcyjnych z inwestorem strategicznym, portfelowym oraz z drobnymi akcjonariuszami, a także w niektórych spółkach z o.o., które zostały zorganizowane na wzór spółki akcyjnej. Oczekiwania inwestorów są różne, zależnie od ich pozycji w spółce. Inwestor strategiczny większościowy oczekuje zatwierdzenia uchwał, zaproponowanych przez siebie lub zarząd, inwestor portfelowy (mniejszościowy) ma na celu uwzględnienie interesów, związanych ze swoją pozycją w akcjonariacie spółki, natomiast drobni akcjonariusze oczekują właściwej informacji i upewnienia się o słuszności działań zarządu. Niejednokrotnie chcą po prostu zaistnieć. Dlatego też tak istotne jest prawo akcjonariuszy do żądania informacji w toku zgromadzenia i obowiązek ich udzielenia przez zarząd (art. 428 KSH, zob. też Michaldo, 2001). Z prawem tym koresponduje wspomniany już przepis art. 20 KSH, nakazujący traktowanie akcjonariuszy jednakowo w tych samych okolicznościach. Jest to więc pewnego rodzaju „klauzula największego uprzywilejowania”, która powinna być stosowana wobec akcjonariuszy (Czerński, 2001: 56). Istotną rolę w tym względzie odgrywa osoba przewodniczącego walnego zgromadzenia. W praktyce wpływ przewodniczącego na przebieg obrad i podejmowanie decyzji może być przesądzający. W tym miejscu pojawia się dylemat organizacyjny co do roli przewodniczącego. Sprowadza się on do pytania, czy przewodniczący ma być organizatorem obrad, czy też w stosunku do zgromadzenia sprawuje on rolę kierowniczą. Przykładem może być limitowanie czasu wypowiedzi, które postrzegane jest często jako ograniczenie praw korporacyjnych, bywa jednak konieczne, aby zapewnić sprawny przebieg obrad. Umiejętne prowadzenie obrad, udzielanie i odbieranie głosu, sterowanie dyskusją, formułowanie wniosków i poddawanie ich pod głosowanie pomaga rozładować napięcia i łagodzić konflikty. Niebagatelną rolę pełni w tym względzie kwestia przerw w obradach walnego zgromadzenia. Tylko do jakiegoś czasu miały one charakter jedynie techniczny i organizacyjny. W ostatnich latach obrady są często burzliwe i odzwierciedlają konflikty między akcjonariuszami. Ogłaszano więc długie i liczne przerwy. Interes spółki schodził na daleki plan lub był po prostu pomijany. Sytuacja nieustającego zgromadzenia jest wyjątkowo niekorzystna dla spółki. Zarząd i rada nadzorcza, zamiast zarządzać, organizują kolejne posiedzenia zgromadzeń. Dlatego też rozwiązanie art. 408 KSH, które ogranicza czas przerw (łączna długość przerw nie może przekroczyć 30 dni), należy ocenić jako przejaw sprawności organizacyjnej.

**2.** Ogólna zasada sprawowania nadzoru właścicielskiego wynika z art. 20 KSH, który mówi o obowiązku jednakowego traktowania akcjonariuszy/udziałowców w takich samych okolicznościach. Przepis ten inkorporuje wymóg artykułu 42 Drugiej Dyrektywy UE, która zobowiązuje państwa UE, aby gwarantowały równe traktowanie akcjonariuszy i wspólników znajdujących się w tym samym położeniu.<sup>1</sup> W literaturze przedmiotu podkreśla się, że nierówne

traktowanie akcjonariuszy/wspólników w podobnych okolicznościach nie narusza zasady równego traktowania, jeżeli jest ono obiektywnie uzasadnione. Uzasadnieniem tym jest interes spółki. Nierówne traktowanie może być dopuszczone, zgodnie z KSH, przy uprzywilejowaniu akcji/udziałów, uprawnieniach osobistych udziałowców, przy ograniczeniu prawa głosu akcjonariuszom/wspólnikom, posiadającym większe pakiety akcji/udziałów. Uprzywilejowanie akcji/udziałów czy przyznawanie uprawnień może być natomiast nadużywane w przypadku, gdy jest wprowadzane do statutu już istniejącego.

O jakości zarządzania spółką decyduje przede wszystkim relacja między zarządem i radą nadzorczą. W wielu spółkach kapitałowych, w których ustanowiono radę nadzorczą, powstają w praktyce spory odnośnie przeprowadzenia linii demarkacyjnej, oddzielającej nadzór nad działalnością spółki od prowadzenia spraw spółki i funkcji organizacyjnych zarządu. Jak wskazuje praktyka, może prowadzić to do głębokich konfliktów pomiędzy zarządem a radą nadzorczą, których finałem są najczęściej zmiany personalne w ich składach osobowych. Jak słusznie podkreśla A. Wiśniewski, „uprawnienia rady nadzorczej do decydowania nie wynikają nigdy wprost z ogólnego przepisu uprawniającego do nadzoru. Nadzór nie może bowiem prowadzić do podległości o charakterze służbowym, w której nadzorowany obowiązany byłby wykonywać wszystkie polecenia nadzorującego. Nadzorujący ma do dyspozycji tylko takie narzędzia pozakonrolne, jakie zostały mu wyraźnie przyznane” (Wiśniewski, 1993:175–181).

Rada nie powinna wchodzić w kompetencje zarządu i rządzić przedsiębiorstwem ani ingerować w zakres obowiązków kierownictwa. Rola rady polega na współpracy z kierownictwem, które jest przez nią nadzorowane. Współpraca taka jest szczególnie ważna w kształtowaniu strategii firmy (Lorsch, Sailer, 1995: 98 i nast.). Na strategię przedsiębiorstwa składają się takie elementy, jak domena działania, strategiczna przewaga, cele do osiągnięcia oraz funkcjonalne programy działalności (Koźmiński, 1998:124, Oblój 1999: 23 i cytowana tam literatura).

W zakresie prowadzenia spraw spółki kapitałowej kompetencja zarządu jest zasadą. Jeżeli zarząd jest jednoosobowy, wszystkie sprawy spółki, niezastrzeżone zgromadzeniu wspólników (walnemu zgromadzeniu) lub radzie nadzorczej, rozstrzygane są jednoosobowo. W przypadku zarządu wieloosobowego powstaje praktyczny dylemat organizacyjny w zarządzaniu przedsiębiorstwem spółki, na co zwrócił uwagę A. Patulski. Chodzi mianowicie o to, jak pogodzić kolegialne podejmowanie decyzji przez zarząd wieloosobowy z zasadą jednoosobowego kierownictwa, które H. Fayol określił jako „jedność rozkazodawstwa” (Fayol 1947: 47, Koźmiński, 1998: 665). I tak, jeżeli umowa spółki z o.o. nie zawiera rozstrzygnięć w tej materii, to zgodnie z art. 208 § 3 KSH, każdy członek zarządu ma prawo i obowiązek prowadzenia spraw w zakresie zwykłych czynności. Taka struktura zarządu sprawdza się w małych przedsiębiorstwach, w których nie jest konieczna specjalizacja, może natomiast zawieść w dużych czy średnich firmach.

W spółkach akcyjnych zasadą jest kolegialne działanie zarządu, chyba że statut stanowi inaczej (art. 371 §1 KSH). Jak twierdzi A. Patulski, prowadzi to „do potrzeby rozgraniczenia tzw. zarządu strategicznego, będącego w gestii zarządu jako kolektywnego organu zarządzania, od zarządzania operacyjnego, realizowanego jednoosobowo przez osoby pełniące funkcje w strukturze przedsiębiorstwa spółki” (Patulski, 1995: 59). K. Oblój wyraził pogląd, że „budując stra-

tegię, trzeba zdecydować się na to, jakie wartości i cele są dla kadry, pracowników i firmy ważne i cenne” (Oblój, 1998: 31). Menedżerowie – zdaniem K. Oblója – powinni zrozumieć zmiany w otoczeniu firmy i realia biznesu, czyli główne zachowania odbiorców, logikę strategii konkurentów oraz potencjał własnej organizacji. Chodzi głównie o misję organizacji, sprecyzowanie celów, zapewnienie właściwych kadr, gromadzenie środków finansowych, zaprojektowanie systemu informacyjnego. M. Porter – jeden z najwybitniejszych specjalistów w problematyce strategii organizacyjnej – określił pozycję firmy bez jasnej strategii jako „*stuck in the middle*” (ugrzęznąć pośrodku). Organizacja traci wtedy klientów, pracowników, a w konsekwencji – zyski (Porter, 1992, Askanas, 1995, s. 15 – 16).

Mając na uwadze skuteczne zarządzanie, należy więc wyraźnie rozdzielić zarządzanie strategiczne, które powinno pozostawać w gestii zarządu spółki, od zarządzania operacyjnego, realizowanego przez kadrę kierowniczą przedsiębiorstwa spółki.

Na podstawie lektury umów/statutów można zaobserwować pewne tendencje funkcjonowania zarządów. Tak więc można mówić o sytuacji, gdy członkowie zarządu spółki są jednocześnie usytuowani w strukturze jej przedsiębiorstwa, wykonując np. funkcję dyrektora generalnego czy dyrektora do spraw handlowych. Znajduje to swoje odzwierciedlenie w nazewnictwie, np. prezes zarządu – dyrektor generalny. Mamy wtedy do czynienia ze swoistą unią personalną. Należy zaznaczyć, że inna jest rola prezesa zarządu w stosunku do pozostałych członków zarządu niż dyrektora generalnego w stosunku do dyrektorów branżowych. Prezes zarządu nie jest przełożonym pozostałych członków zarządu. Model ten zakłada realizację zarządu operacyjnego i strategicznego przez te same osoby, występujące jednak w odmiennych rolach. Można również dostrzec taką sytuację, gdy przedsiębiorstwem spółki kierują zarówno członkowie zarządu spółki, jak i osoby niewchodzące w jego skład. W składzie zarządu znajdują się osoby, które nie pełnią funkcji operacyjnych w strukturze przedsiębiorstwa. W gruncie rzeczy to właśnie ci członkowie zarządu odpowiadają za strategię firmy. Obserwacja praktyki wskazuje także na takie funkcjonowanie zarządu, który realizuje obowiązki, wynikające z KSH i umowy/statutu spółki oraz odpowiedzialny jest za opracowanie spójnej strategii rozwoju firmy. Dla bieżącego kierowania przedsiębiorstwem zostają wyznaczone osoby spoza grona zarządu. Często są to prokurenci powołani przez zarząd. Model ten charakteryzuje się oddzieleniem zarządzania strategicznego od operacyjnego. Oczywiście, koncentracja zadań zarządu na problemach strategicznych nie zdejmuje z niego odpowiedzialności z tytułu zarządzania operacyjnego.

Unia personalna, polegająca na łączeniu funkcji w zarządzie spółki z funkcją w przedsiębiorstwie, jest - według mnie - rozwiązaniem właściwym dla małych i średnich przedsiębiorstw, a więc takich, które wybierają formę organizacyjno – prawną spółki z o.o. Wiąże się to z elementami osobowymi, występującymi w tej spółce. Ten model zarządzania nie sprawdzi się w dużych przedsiębiorstwach, z reguły opartych na formie spółki akcyjnej. A. Patulski słusznie twierdzi, że prowadzi on do zbyt dużego zaangażowania się członków zarządu w bieżące sprawy firmy kosztem zaniechania działań na rzecz budowy strategii organizacji (Patulski, 1995, s.64). Członkowie zarządu, utożsamiając się bardziej z rolą dyrektorów, podejmują zbyt wiele decyzji operacyjnych, pozostawiając na uboczu

swych zainteresowań strategię firmy. Angażując się w działalność operacyjną, członkowie zarządu stają się więźniami organizacji, którą kierują (Drucker, 1994, s. 23 – 34).

Biorąc pod uwagę modele zarządu strategicznego i operacyjnego, można wnioskować, że zarząd strategiczny występuje przede wszystkim w spółkach akcyjnych lub w dużych spółkach z o.o., gdzie wyraźnie oddzielona jest własność od zarządzania. Zarządzanie spoczywa wtedy w rękach kompetentnych menedżerów. W spółkach z o.o., z reguły przystosowanych do prowadzenia małych i średnich przedsiębiorstw, mamy do czynienia przede wszystkim z zarządem operacyjnym; o strategii zaś decydują bardzo często sami wspólnicy. Sytuacja taka może wystąpić również w małej spółce akcyjnej lub w spółce akcyjnej z dominującym akcjonariuszem, który - wybierając władze spółki w postaci zarządu i rady nadzorczej – w praktyce jednoosobowo zarządza spółką i kształtuje jej strategię.

Wybór zarządu przez radę nadzorczą w spółce akcyjnej powinien zaowocować powierzeniem funkcji menedżera specjalistom, którzy na spółkę będą patrzyli kompleksowo - jak na organizację, wykreowaną przez założycieli, ale działającą nie tylko dla akcjonariuszy, lecz funkcjonującą i realizującą określone zadania w jej otoczeniu (Ansoff, 1985, s. 55). Model ten spełnia wymogi, decydujące o naturze prawno – organizacyjnej spółki akcyjnej jako typowej organizacji kapitałowej. Dlatego też dziwi regulacja prawna art. 368 § 4 KSH, zezwalająca na odwołanie członka zarządu przez walne zgromadzenie. Przepis ten ma charakter bezwzględnie obowiązujący, co oznacza, że niezależnie od tego, kto powołuje lub wybiera członka zarządu, prawo jego odwołania przysługuje zawsze walnemu zgromadzeniu. Rozwiązanie to, według mnie, jest raczej chybione, a wprowadzanie takiego „balansu” niepotrzebne. Przepis ten zakłada bowiem wobec członków zarządu pewną dwuwładzę, podczas gdy regułą jest wybór zarządu przez radę nadzorczą. Regulacja tego rodzaju może sprawdzić się jedynie w spółkach akcyjnych o małej liczbie akcjonariuszy, którzy zaangażowani są bezpośrednio w sprawy spółki; wtedy istnieje możliwość oceny pracy zarządu i przyjrzenia się bezpośrednio jej efektom. Natomiast przy modelu ustrojowym spółki akcyjnej, przyjętym przez KSH, rozwiązanie to może być w rękach nieodpowiedzialnego akcjonariusza niebezpieczne i destabilizujące funkcjonowanie spółki. Ocena pracy zarządu przez radę nadzorczą wydaje się bardziej rzetelna i obiektywna tym bardziej, że rada sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki. W moim przekonaniu jest to zbyt liczne „wmontowanie” elementów osobowych do spółki akcyjnej, która w założeniu jest ich pozbawiona.

Zarządzanie w spółce akcyjnej w szerokim tego słowa znaczeniu należy do menedżerów: członków zarządu i rady nadzorczej, którzy wspólnie mają wypracowywać strategię spółki. Prawnym wyrazem tak pojętych działań jest możliwość wprowadzenia do statutu zapisu, nakazującego zarządowi uzyskanie zgody rady nadzorczej przed dokonaniem określonych w statucie czynności. Rozszerzenie uprawnień rady nadzorczej nie musi oznaczać jednoczesnego ograniczenia kompetencji zarządu. Może natomiast ograniczać jego samowolę. Jednocześnie wskazana jest wstrzeźliwość w korzystaniu z tego uprawnienia. W skrajnym bowiem przypadku może dojść do ubezwłasnowolnienia zarządu poprzez narzucanie postanowieniem statutu konieczności uzyskiwania zgody rady nadzorczej nawet w sprawach małej wagi. Aby jednak nie wzmocnić pozycji rady zbyt

wyraźnie, ustawodawca przewidział możliwość zwrócenia się zarządu do walnego zgromadzenia o wyrażenie zgody na dokonanie czynności, jeżeli nie zrobi tego sama rada. Treść artykułu 384 § 1 KSH może wprowadzać sporo zamieszania w praktyce. Możliwość zmiany uchwały rady przez walne zgromadzenie nie wydaje się uzasadniona, gdyż rada ma być rzecznikiem interesu spółki, a nie określonych akcjonariuszy. Odwołanie się natomiast do „demokracji bezpośredniej”, a więc walnego zgromadzenia, przy braku zgody rady nadzorczej na dokonanie czynności jest rozwiązaniem niezgodnym z naturą spółki akcyjnej, zwłaszcza przy anonimowym i rozdrobnionym akcjonariacie. Odwołanie się do głosu walnego zgromadzenia w spółce akcyjnej nie sprzyja podejmowaniu decyzji. Spory łatwiej rozwiązuje się w ścisłym gronie, szczególnie wtedy, gdy wymagają one szybkiej reakcji. Z drugiej strony - możliwość zamieszczenia w statucie czy umowie spółki kapitałowej wyrażenia zgody rady nadzorczej na dokonywanie przez zarząd określonych czynności powinna być dobrze przemyślana. Od strony organizacyjnej zapis ten może prowadzić do chaosu, mimo że w założeniu powinien służyć harmonii w zarządzaniu spółką. Nie może on antagonizować zarządu i rady nadzorczej, a jedynie sprzyjać rozwiązywaniu sporów na drodze nawet burzliwych dyskusji.

W spółkach akcyjnych, w których ustanowienie rady nadzorczej jest obowiązkowe, a także w dużych spółkach z o.o., w których powołano radę nadzorczą, powstają spory, związane z oddzieleniem nadzoru nad działalnością spółki od prowadzenia spraw spółki (Wiśniewski, 1993, s. 175–181). Kompetencje stanowiące i współstanowiące rady nadzorczej muszą wynikać bezpośrednio z KSH lub z treści statutu. Rozszerzenie uprawnień rady nadzorczej przez umowę (statut) spółki nie może pozbawiać zarządu prowadzenia spraw spółki, gdyż w tym przypadku miałby miejsce brak jednego z niezbędnych organów spółki (Sołtysiński et al., 2001, s. 195–206, Czerniawski, 2001, s. 283). Ukształtowałyby się bowiem w ten sposób stosunek podległości zarządu radzie, umożliwiający jej kierowanie działalnością spółki z pominięciem zarządu. Rada przekształciłaby się w „super - zarząd”, sprzeczny z organizacyjną odpowiedzialnością zarządu za stan spraw spółki i prowadzący do obejścia standardów kontroli. Rada nadzorcza przejęłaby wówczas faktyczne zarządzanie spółką, co w praktyce mogłoby rodzić paradoksalne sytuacje, gdy zarząd otrzymywałby od rady nadzorczej polecenia, nakazujące wykonanie konkretnych działań z zakresu operacyjnego zarządzania, za które formalnie odpowiedzialność ponosiliby członkowie zarządu. W wyniku rozszerzenia kompetencji rady może dojść do naruszenia równowagi między organami spółki. Rada nie powinna przejmować funkcji zarządzająco – reprezentacyjnych ani zastępować zgromadzenia wspólników. Praktyka wskazuje, że w warunkach polskich regulacja art. 384 KSH jest nadużywana, co prowadzi do ubezwłasnowolnienia zarządu.<sup>11</sup> Nieprawidłowość ta jest szczególnie widoczna tam, gdzie fachowość członków rady jest wątpliwa, podczas gdy zarząd jest organem zawodowym. Poza tym cykliczność działania rady, która stara się być „super – organem”, destabilizuje funkcjonowanie spółki. Stąd też KSH oddziela funkcje zarządcze od nadzoru i wprowadza zakaz wydawania zarządowi przez radę nadzorczą wiążących poleceń, dotyczących prowadzenia spraw spółki (art. 219 § 2 oraz art. 382 § 2 KSH). Wydaje się, że aby osiągnąć czytelny obraz organizacyjny spółki, należy obowiązkowo w statucie określić konkretne czynności zarządu wymagające zgody rady nadzorczej. Przy braku takiej konkretyzacji

stanowisko rady nie może być wiążące. Nie przeszkadza to jednak wydawaniu opinii, ocenianiu i wyrażaniu sugestii przez radę nadzorczą. Działania te jednak nie mogą mieć charakteru poleceń. Zarząd nie jest związany takimi poleceniami nawet wówczas, gdy rada je formułuje. Ustawodawca jednocześnie wprowadza możliwość poddawania zarządu spółki akcyjnej ograniczeniom, wynikającym z uchwał rady nadzorczej (art. 375 KSH). Wykonywanie nadzoru odbywać musi się w granicach uprawnień wyraźnie przyznanych radzie nadzorczej przez ustawę i statut. W przeciwnym razie istnieje niebezpieczeństwo przejmowania przez radę nadzorczą funkcji zarządu, który wykonuje swoje uprawnienia nie tylko w sprawach przedsiębiorstwa spółki i nie tylko wobec majątku spółki, lecz we wszystkich sprawach, nie przekazanych do kompetencji innych organów. Dlatego też w żadnym razie nie można przyjąć, że rada nadzorcza może nakładać na zarząd ograniczenia za pomocą uchwał „samoistnych”. Każda bowiem taka uchwała musi mieć wyraźną podstawę w statucie spółki. Przeciwne stanowisko grozi chaosem kompetencyjnym, stwarzając dla członków zarządu ryzyko ponoszenia odpowiedzialności za nie swoje decyzje (Domański, 2001).

Powyższe oznacza, że w zakresie prowadzenia spraw spółki, czyli zarządzania jej majątkiem, kompetencja zarządu jest zasadą, a członkowie zarządu nie powinni podlegać poleceniom rady nadzorczej dotyczącym zarządzania operacyjnego i strategicznego.

W spółce akcyjnej, odpowiadającej modelowi, przyjętemu w naszym systemie prawnym, główne zadania w zakresie zarządzania logistycznego przypadają radzie nadzorczej. Rada nadzorcza powinna dokonywać przeglądu ogólnej strategii spółki, znaczących planów działania, rocznych budżetów i biznes-planów. To do rady nadzorczej należy okresowe formułowanie celów przedsiębiorstwa oraz ich monitorowanie i kontrola. Rada powinna nadzorować zaciąganie kredytów, poważniejsze wydatki inwestycyjne spółki i wycofywanie zainwestowanego kapitału. Do rady nadzorczej należy dobór osób na główne stanowiska menedżerskie, określanie ich wynagrodzenia. To rada nadzorcza wykrywa potencjalne i rzeczywiste konflikty pomiędzy spółką a członkami zarządu, samej rady lub akcjonariuszami, zapobiega tym konfliktom i je rozwiązuje. Rada ma zapewnić spółce niezależny audyt finansowy, dbać o zgodność dokumentacji księgowej ze sprawozdawczością finansową, efektywną finansową kontrolę wewnętrzną oraz kontrolę przestrzegania przez służby finansowe spółki obowiązującego prawa. Rada nadzorcza obowiązana jest oceniać skuteczność instrumentów zarządzania i dokonywać w tym względzie odpowiednich zmian. Do rady należy także nadzór nad sprawozdawczością i upowszechnianiem wymaganych przez prawo informacji o spółce. Ustawa i statut spółki powinny zapewnić członkom rady nadzorczej możliwość działania niezależnego, w szczególności od osób lub organu, wykonującego funkcję operatywnego zarządzania przedsiębiorstwem spółki. Rada nadzorcza – na równi z zarządem spółki – odpowiada za przestrzeganie przez spółkę prawa. Członkowie rady mają prawo do wszelkich informacji o spółce, dzięki czemu mogą wywiązywać się ze swych obowiązków, mając na względzie zarówno interes spółki, jak i akcjonariuszy.

Problem nadzoru właścicielskiego jest szczególnym przypadkiem zastosowania tzw. teorii agencji.<sup>III</sup> Teoria agencji dotyczy projektowania kontraktów określających reguły podziału władzy i korzyści w warunkach konfliktu interesów. Podstawowymi odłamami tej teorii są:



- problem pryncypała i agenta, skoncentrowany na optymalnym rozwiązaniu problemu bodźców i kontroli agenta; jest to kierunek teoretyczny, wysoce zmatematyzowany,
- problem kontroli korporacyjnej; dotyczy ona projektowania struktur kontrolnych w firmie, zwłaszcza finansowych, w relacjach właściciel – władze spółki; odłam ten ma charakter głównie analityczny i jest bardzo ważny dla problematyki zarządzania.

Teorię agencji można odnieść do różnych relacji, takich jak: nabywca – dostawca, pracodawca – pracownik, a także rada nadzorcza – zarząd w spółce kapitałowej. Modelowym założeniem teorii agencji jest to, że cele pryncypała i agenta są niespójne, ich stosunek do ryzyka jest odmienny, gdyż agent jest mniej skłonny do ryzyka niż pryncypał; pryncypał jest też w różnym stopniu ograniczony w możliwości sprawdzenia (kontroli) umiejętności i działań agenta.

W trakcie zaistnienia relacji agencji pojawiają się dwa podstawowe problemy, będące przedmiotem analiz. Pierwszy powstaje wtedy, gdy cele pryncypała i agenta są w konflikcie, a pryncypał nie może sprawdzić, czy agent zachowuje się właściwie z punktu widzenia zawartego kontaktu (Borkowska, Klimczak, 2000, s. 58). Drugi problem dotyczy sytuacji, gdy agent i pryncypał mają odmienne poglądy na temat podejmowania ryzyka. Różne postawy wynikają przede wszystkim z faktu, że „agenci nie mogą dywersyfikować swojego zatrudnienia, dlatego też są mniej skłonni do podejmowania ryzyka niż pracodawcy, mogący dywersyfikować swoje inwestycje. W konsekwencji zleceniodawca i agent mogą preferować wybór odmiennych działań w zależności od ich stosunku do ryzyka” (Urbanek, 2000 s. 136).

Powstaje więc pytanie, jak rozwiązać te problemy. Przedstawiciele nauki zwracają uwagę na kilka możliwości. Jedną z nich jest wykorzystanie kontraktów, opartych na wynikach, które mają ograniczać oportunistyczny agenta. Ich zadaniem jest ujednoczenie preferencji dla agenta i pryncypała, gdyż dochody każdego z nich zależą od podejmowania takich samych działań. Właściciele kapitału oczekują maksymalizacji tzw. wartości dla akcjonariuszy, a więc wzrostu wartości dywidendy lub wartości akcji w dłuższym okresie (Davis, Pointon, 1997, s. 199 – 207). Menedżerowie z kolei wykazują tendencję do realizowania własnych celów. Jednym z najbardziej istotnych zadań, jakie stoją przed nadzorem właścicielskim, jest stworzenie systemu zachęt, które zapewnią zbieżność celów menedżerów i akcjonariuszy. Na skutek rozproszenia własności menedżerowie posiadają znaczną swobodę i władzę w firmie. Mogą dążyć do celów, które pozostają w sprzeczności z celami właścicieli, licząc na maksymalny zysk. W tym kontekście istotna jest rola rady nadzorczej i jej wpływ na sposób wynagradzania menedżerów. Art. 378 § 1 KSH przyjmuje jako zasadę ustalenie wynagrodzenia dla zarządu przez radę nadzorczą, chyba że statut stanowi inaczej. Decyzje rady nadzorczej odnośnie wysokości wynagrodzenia menedżerów świadczą o akceptacji działań zarządu dla zapewnienia „maksymalizacji bogactwa”. Teoria agencji kładzie nacisk na udział akcji, posiadanych przez menedżerów, w kapitale akcyjnym. Zwolennicy tego poglądu uważają, że im większa liczba akcji jest w rękach zarządu, tym mniej jest rozbieżności między celami akcjonariuszy a kadrą menedżerską (Urbanek, 2000, s. 135 i zawarta tam literatura, Brindisi, 1989 s. 38-40); gdy zarząd posiada znaczący pakiet akcji, może on lepiej dostrzec sprzężenie zwrotne między podejmowanymi przez siebie decyzjami, a wartością rynkową

spółki.<sup>IV</sup> Konflikt na linii pryncypał – agent może być również zażegnany poprzez stworzenie systemu monitorującego agenta. Rolę tę powinna pełnić rada nadzorcza w procesie kontrolowania działań zarządu (Fama, Jensen, 1985). W tym celu należy ustalić reguły organizacyjne dla funkcjonowania rady nadzorczej i zarządu, zwracając szczególną uwagę na przepływ informacji między tymi organami i współpracę przewodniczącego rady nadzorczej z prezesem zarządu. Rozwiązanie problemu tkwi w regułach organizacyjnych, zawartych w statutach spółek akcyjnych i regulaminach rady nadzorczej i zarządu. Jak podkreśla K. Bolesta-Kukułka, „struktura stanowi samodzielny czynnik określający sytuację decyzyjną poszczególnych menedżerów [...]” (Bolesta-Kukułka, 2000, s. 162–164).

Przy relacjach rady nadzorczej z zarządem spółki kapitałowej, zwłaszcza spółki akcyjnej, należy wziąć pod uwagę uwarunkowania działania i zaangażowanie rady w proces nadzoru zarządu (Obłój, 2001). Funkcjonowanie rady nadzorczej może przebiegać w różnych warunkach: zarówno w sytuacjach trudnych, jak i sprzyjających. Jeżeli wyniki rynkowe i finansowe spółki są dobre, to współpraca rady i zarządu układa się poprawnie. Rada nadzorcza zbiera się raczej rzadko, zaś wspólnie z zarządem tworzy front wobec akcjonariuszy. Agenda robi się ornamentalna, aprobując i zgadzając się na działania zarządu. Sygnały potencjalnych problemów i kryzysu są lekceważone, radę przestaje interesować problem strategii, struktury finansowej i sukcesji zarządu (tzw. „wieczny zarząd”). Z punktu widzenia nadzoru sytuacja trudna może mieć różne źródła. Jest nim spadek efektywności działania na skutek uwarunkowań rynkowych i braku sprawności wewnętrznej. Trudności pojawiają się przy skonfliktowaniu współników, a także wtedy, gdy rada nadzorcza i zarząd wkraczają w swoje uprawnienia. Jak trafnie podkreśla K. Obłój, w sytuacji spadku efektywności firmy rada nadzorcza ma obowiązek prognozować „czarne scenariusze”, powinna ostrzegać i wykazywać czujność (Obłój, 2001). Do obowiązków rady w takich sytuacjach należy opracowanie planu kryzysowego, a także wywieranie nacisku na systematyczną redukcję kosztów. Łączą się z tym częste spotkania i komunikacja z zarządem spółki, a w razie potrzeby - jego odnawianie. Dlatego też model kodeksowy, wprowadzający jako zasadę wybór członków zarządu przez radę nadzorczą, wychodzi naprzeciw tego rodzaju sytuacjom i jest rozwiązaniem ze wszech miar praktycznym, ułatwiającym funkcjonowanie spółki. Słusznie zauważa J. Charkham, że „sztuka skutecznego nadzoru nad zarządzaniem spółką akcyjną polega na zrozumieniu różnicy pomiędzy nadmierną ingerencją a prawidłowym rozliczaniem” (Charkham, 1995, s. 150), co związane jest z zasadą rozdzielania funkcji kierowniczych od nadzorczych.

O jakości zarządzania przedsiębiorstwem świadczą jego rezultaty. Zarządzanie jest więc uzależnione od wykonawstwa, zarówno w kontekście polityki i celów spółki, jak i strategii i procesów planowania. Dlatego też na funkcjonowanie rady nadzorczej należy spojrzeć nie tylko z punktu widzenia reprezentowania przez nią interesów akcjonariuszy, ale pod kątem współpracy rady i zarządu spółki jako *teamu* zarządzającego. Można więc mówić o takiej współpracy jak o pewnego rodzaju działaniach eksperckich. W celu zarządzania nowoczesnym przedsiębiorstwem konieczne jest łączenie funkcji zarządczych i eksperckich na najwyższych szczeblach zarządzania. W relacjach rada nadzorcza – zarząd decyzje powinny zapadać w procesie uzgodnień, opiniowania, negocjacji. Porządek

organizacyjny wyznacza bardziej uprawnienia do współuczestnictwa w procesach decyzyjnych, niż do podejmowania decyzji.

Uprawnienia decyzyjne w spółkach kapitałowych mają charakter stały, określony statutem i regulaminami. Uprawnienia te to nie tylko możliwość decydowania, współdecydowania, ale także zakres odpowiedzialności za dokonane wybory. Decyzjami o największym zasięgu są decyzje strategiczne, które dotyczą długofalowego funkcjonowania spółki. Są one podejmowane na najwyższym poziomie ryzyka. Im horyzont czasowy jest dłuższy, a otoczenie przedsiębiorstwa bardziej dynamiczne, tym niepewność i ryzyko stają się większe, a wybory trudniejsze.

Aby można było mówić o działaniu rady nadzorczej i o kryterium jej funkcjonowania, należy zwrócić uwagę na dostęp do informacji. Podstawowymi funkcjami informacji są: funkcja poznawcza, motywacyjna, koordynująca i sterująco-kontrolna. Informacje są niezbędne na każdym etapie procesu decyzyjnego, gdyż, jak stwierdza K. Bolesta-Kukułka, „to one, opisując rzeczywistość, pozwalają na ujawnianie problemów i określenie ich charakteru” (Bolesta-Kukułka, 2002, s. 140–141).

Pozycja rady i jej członków, określona w przepisach KSH, pozwala przyjąć, iż zasadniczym kryterium wykonywania funkcji nadzorczych jest działanie w interesie spółki, rozumianym jako odrębny od interesów poszczególnych jej akcjonariuszy. Rada nadzorcza i jej członkowie powinni sprawować swój mandat przede wszystkim w interesie spółki. Jeśli nawet członek rady nadzorczej został powołany dzięki głosom akcjonariuszy, nie powinien działać jako reprezentant lub rzecznik ich interesów. Każdy członek rady nadzorczej powinien zdobyć się na niezbędny zakres samodzielności, który umożliwi mu uznanie wyższości interesu spółki i ogółu akcjonariuszy nad interesem jednego akcjonariusza lub grupy akcjonariuszy. Zasada ta nie ma związku z pozycją akcjonariusza, który zapewnił mandat członkowi rady nadzorczej. Odnosi się ona zarówno do tych członków rady nadzorczej, którzy weszli w jej skład z woli akcjonariuszy większościowych, jak i tych, którzy znaleźli się w niej dzięki głosom akcjonariuszy mniejszościowych. O tej sytuacji można mówić w sensie modelu idealnego, gdyż kodeks dostosowany jest do klasycznej spółki akcyjnej z anonimowym akcjonariatem. Jeżeli jednak mamy do czynienia z inwestorem dominującym, to interes spółki jest zbieżny z celem tego akcjonariusza. W praktyce okazuje się, że rada nadzorcza w takich warunkach jest narzędziem w ręku dominującego akcjonariusza; cechuje ją pasywność i częste przytakiwanie zarządowi. Działanie rady nabiera sensu, gdy akcjonariat jest rozproszony. Sądzę, że nawet spór między radą nadzorczą a zarządem nie musi prowadzić do sytuacji patowych, dezorganizujących funkcjonowanie spółki, ale może być dla niej siłą napędową. Zadanie to będzie spełnione, jeżeli w składzie rady zasiądą osoby niezależne od akcjonariuszy, dobrze przygotowane fachowo, wybrane do rady nie z nadania politycznego, jak również nie z powodu ochrony interesu dominującego akcjonariusza.

Każde przedsiębiorstwo, funkcjonujące na rynku, powinno posiadać strategię, określającą interes spółki, który zmienia się wraz z otoczeniem, a więc zależy od specyfiki branży, sytuacji społeczno – politycznej, kultury organizacyjnej. Spółka musi aktywnie reagować na zmiany, zachodzące w jej otoczeniu, gdyż w przeciwnym razie może dojść do jej wyeliminowania z rynku. Dotyczy to zwłaszcza aspektów ekonomiczno – finansowych. I tak J. Ostaszewski zwraca uwagę na stra-

tegię finansową, na którą należy spojrzeć przez „okular zbudowany z trzech soczewek” (Ostaszewski, Wojnowicz, 1999, s. 140–145, zob. także Rutkowski, 2000 s. 16–18). Każda z tych soczewek, nazywana „gestią”, informuje o innej sferze działalności spółki. Obraz, pochodzący z tych źródeł, daje właściwą ocenę kondycji ekonomiczno – finansowej przedsiębiorstwa, prowadzonego w formie spółki kapitałowej. Informacje te dotyczą kolejno: gestii ekonomicznej, gestii finansowej oraz gestii majątkowej, która opisuje m.in. składniki majątkowe danego podmiotu gospodarczego. Gestia ekonomiczna rozumiana jest jako całokształt zjawisk, związanych z zyskiem, stratą, przychodami, kosztami uzyskania przychodów. Gestia ta mówi o efektywności podejmowanych działań gospodarczych. Gestia finansowa informuje o *cash flow* z działalności operacyjnej, czyli o przepływie i sposobie wykorzystania środków pieniężnych w spółce. Dlatego też kadra menedżerska powinna być zainteresowana świadomym określeniem strategii spółki, która uwzględniałaby jej dostosowanie do zmian w otoczeniu.

Tak więc rada nadzorcza powinna działać w interesie spółki, mając na względzie zróżnicowane interesy akcjonariuszy. Dlatego też słuszny wydaje się pogląd Andrzeja K. Koźmińskiego, który stwierdził: „To, co wyróżnia wielkich menedżerów przełomu lat 80. i 90., to przede wszystkim bezwzględność. Określenie to wymaga, w odniesieniu do menedżerów i zarządzania, starannego wyjaśnienia. Przede wszystkim chodzi o bezwzględne dążenie do realizacji wyraźnie zarysowanej wizji. Zakłada ona maksymalizację dwóch parametrów: satysfakcji klientów i akcjonariuszy. To oznacza z kolei konsekwentne podporządkowanie temu nadrzędnemu celowi interesów pracowników, dostawców, kooperantów oraz bezlitosną walkę konkurencyjną” (Koźmiński, 2002).

Wpływ wspólnika na zarządzanie spółką kapitałową zależy od stopnia centralizacji lub decentralizacji zarządzania. W swoim modelu spółka z o.o. jest organizacją, gdzie właściciele (udziałowcy), podejmując decyzje, mają bezpośredni wpływ na zarządzanie; własność jest połączona z kierownictwem. W spółce akcyjnej natomiast – jako korporacji typowo kapitałowej – dokonuje się oddzielenie kapitału (własności) od funkcji zarządzania. Konsekwencją tego stanu rzeczy jest tzw. kapitalizm menedżerski, polegający na tym, że wpływ właścicieli kapitału na funkcjonowanie spółki jest iluzoryczny, zaś dysponentem kapitału staje się sama spółka czyli kierownictwo (Domańska, 1981: 270–272).

### Informacja o autorce

Dr Ewa Pietrusińska, adiunkt, Wydział Zarządzania UW.

### Przypisy:

<sup>1</sup> Na ten temat: St. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja. *Kodeks spółek handlowych. Tom I. Komentarz do art. 1 – 150*. Warszawa 2001. s. 212 i nast. A także: M. Lutter, W. Zölner. *Kölner Kommentar zum Aktien – Gesetz*. Kolonia 1998. s. 578–579.

<sup>2</sup> Badania autorki prowadzone na podstawie rozmów z członkami zarządów i członkami rad nadzorczych w latach 2000 – 2001.

<sup>3</sup> Więcej na ten temat: K. Eisenhardt. Agency Theory. *Academy of Management Review* 1989 nr 1. s. 57–74., a także: M. C. Jensen, W. H. Meckling. Theory of the Firm. *Journal of Financial Economics*. 1976, nr 3. s. 305–360. Oraz: A. A. Berle, G. G. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. New York 1932. s. 116.

<sup>4</sup> Na ten temat: M. C. Jensen, W. H. Meckling, 1976. Theory of the Firm. *Journal of Financial Economics* nr 3. s. 305–360, a także: M. C. Jensen, W. Marphy. Performance pay and Top – Management incentives. *Journal of Political Economy* April 1990. Temat ten porusza również: B. Groblewska – Bogusz (w). *System nadzoru właścicielskiego a teoria kontraktów*. Op. cit. Efektywność... s. 76.

## Bibliografia

- Ansoff, H. I. 1985. *Zarządzanie strategiczne*. Warszawa.
- Askanas, W. 1995. *Zarządzanie i strategia*. Warszawa.
- Berle, A.A. i G. G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York .
- Bolesta – Kukułka, K. 2000. *Decyzje menedżerskie w teorii i praktyce zarządzania*. Warszawa: Wydawnictwo WZUW.
- Bolesta – Kukułka, K. 1998. Świat organizacji. w: Koźmiński, A.K. i W. Piotrowski (red.) *Zarządzanie. Teoria i praktyka*. Warszawa: PWN.
- Borkowska, B. i B. Klimczak 2000. Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych. w: Rudolf, St. (red.). *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*. Łódź: Wydawnictwo UŁ.
- Charkham, J. 1995. Procedury i normy zachowania rady spółki akcyjnej. w: Hessel, M. (red.). *W poszukiwaniu skutecznej rady nadzorczej*. Kraków.
- Czerniawski, R. 2001. *Kodeks spółek handlowych. Przepisy o spółce akcyjnej. Komentarz*. Warszawa.
- Davis, E. W. i J. Pointon. 1997. *Finanse i firma*. Warszawa.
- Domańska, E. 1981. *Kapitalizm menedżerski*. Warszawa.
- Domański, G. 2001. Wystąpienie na konferencji *Corporate Governance – rady nadzorcze i ich rola w kreowaniu ładu korporacyjnego*.
- Drucker P. 1994. *Menedżer skuteczny*. Warszawa.
- Eisenhardt, K. 1989. Agency Theory. *Academy of Management Review* nr 1. s. 57–74.
- Fama, E.F. i M. C. Jensen. 1985. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* nr 26.
- Fayol, H. 1947. *Administracja przemysłowa i ogólna*. Poznań.
- Groblewska – Bogusz. 2000. System nadzoru właścicielskiego a teoria kontraktów. w: Rudolf, St. (red.) *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*. Łódź: Wydawnictwo UŁ.
- Jensen, M. C. i W. Marphy. 1990. Performance pay and Top – Management incentives. *Journal of Political Economy*. nr. kwiecień.
- Jensen M. C. i W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm. *Journal of Financial Economics* nr 3. s. 305–360.
- Koźmiński, A.K. 2002. Neutronowy Jack i buty. *Rzeczpospolita* 13–14 kwietnia.

- Koźmiński, A.K. i W. Piotrowski (red.).1998. *Zarządzanie. Teoria i praktyka*. Warszawa: PWN.
- Krężel, A. 2000. *Relacje pomiędzy zarządem a radą nadzorczą spółki prawa handlowego. Doświadczenia praktyczne*. Wystąpienie na konferencji corporate governance, Serock.
- Krzyżanowski, L. 1985. *Podstawy nauki zarządzania*. Warszawa.
- Lorsch, J. i J. S. Sailer. 1995. w: *W poszukiwaniu skutecznej rady nadzorczej*. Hessel M. (red.) Kraków.
- Lutter, M. i W. Zölner. 1998. *Kölner Kommentar zum Aktien – Gesetz*. Kolonia.
- Michaldo, W. 2001. Prawo do informacji akcjonariusza w spółce akcyjnej. *PPW* nr 6.
- Obłój, K. 1999. *Strategia organizacji*. Warszawa.
- Obłój, K. 2001. *Kodeks spółek handlowych po roku działania. Corporate Governance po polsku, czyli zarząd kontra rada nadzorcza*. Wystąpienie na konferencji Corporate Governance. Wrzesień, Serock.
- Ostaszewski, J. i J. Wojnowicz. 1999. *Prawno-ekonomiczne aspekty zarządzania finansami w spółce akcyjnej*. Białystok.
- Patulski, A. 1995. *Zasady wynagradzania kadry menedżerskiej*. Gdańsk: ODDK.
- Porter, M.E. 1992. *Strategia konkurencji*. Warszawa: PWE.
- Rutkowski, A. 2000. *Zarządzanie finansami*. Warszawa.
- Sołtysiński, St, Szajkowski A., Szumański A. i J. Szwaja. 2001. *Kodeks spółek handlowych*. Tom I. Warszawa.
- Urbanek, P. 2000. Nadzór właścicielski a systemy motywowania zarządów spółek. w: Rudolf, St.(red). *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*. Łódź: Wydawnictwo UŁ.
- Wiśniewski, A.W.1993. *Prawo o spółkach. Tom III. Spółka akcyjna*. Warszawa.