

STUDIES IN LAW AND ECONOMICS

studia

PRAWNO

EKONOMICZNE

E K O N O M I A

THE ECONOMICS

studia

**PRAWNO
EKONOMICZNE**

TOM XCI/2

2014



ŁÓDZKIE TOWARZYSTWO NAUKOWE

REDAKCJA NACZELNA WYDAWNICTW
ŁÓDZKIEGO TOWARZYSTWA NAUKOWEGO

Krystyna Czyżewska, Edward Karasiński, Wanda M. Krajewska (redaktor naczelny),
Henryk Piekarski, Jan Szymczak

90-505 Łódź, ul. M. Skłodowskiej-Curie 11
tel.: (42) 665-54-59; faks: (42) 665-54-64

Sprzedaż wydawnictw: tel.: (42) 66-55-448, <http://sklep.ltn.lodz.pl>
<http://www.ltn.lodz.pl> e-mail: biuro@ltn.lodz.pl

STUDIES IN LAW AND ECONOMICS

RADA REDAKCYJNA

Marek Belka (UŁ), Andrzej Bocian (UwB), Henryk Dunajewski (Aix-en-Provence),
Jan Filip (Uniwersytet im. Masaryka, Brno), Karel Klima (Zachodnio-Czeski Uniwersytet Pilzno),
Eugeniusz Kwiatkowski (UŁ), Halina Mortimer-Szymczak (UŁ), Vytautas Nekrošius (Uniwersytet
Wileński), Stanisław Rudolf (UŁ), Zygfryd Rymaszewski (UŁ), Joanna Schmidt-Szalewski
(Uniwersytet w Strasbourgu), Michał Seweryński (UŁ), Krzysztof Skotnicki (UŁ),
Tadeusz Szymczak (UŁ), Marek Zirk-Sadowski (UŁ)

REDAKCJA

REDAKTOR NACZELNY: Anna Pikulska-Radomska

Część prawnicza

ZASTĘPCA REDAKTORA NACZELNEGO: Agnieszka Liszewska
SEKRETARZ REDAKCJI: Dagmara Skrzywanek-Jaworska

Część ekonomiczna

ZASTĘPCA REDAKTORA NACZELNEGO: Piotr Urbanek
SEKRETARZ REDAKCJI: Waldemar Florczak

REDAKTORZY TOMU: Jacek Gad, Piotr Urbanek

RECENZENCI

Bogusława Bek-Gaik, Marta Gancarczyk, Dariusz Wędzki, Jan Stępniewski,
Sławomir Bukowski, Barbara Zbroińska, Jolanta Chluska, Piotr Jedynak,
Piotr Masiukiewicz, Waldemar Dotkuś, Wiktor Adamus, Wojciech A. Nowak

REDAKTOR JĘZYKOWY: Marta Szymor-Rólczak

Wydano z pomocą finansową Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego,
Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Łódzkiego,
Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego

Czasopismo jest indeksowane w bazie Copernicus i znajduje się
na liście ministerialnej czasopism punktowanych.

Artykuły czasopisma w elektronicznej wersji są dostępne
w bazach CEEOL, EBSCOhost, Proquest, na portalu epnp.pl

Wydanie I, wersja drukowana pierwotna

© Copyright by Łódzkie Towarzystwo Naukowe, Łódź 2014

Projekt okładki: Hanna Stańska

Opracowanie komputerowe: „PERFECT” Marek Szychowski, tel.: (42) 215 83 46

Druk: 2K A. Kwiatkowski, D. Kaniorski Spółka Jawna,

Łódź, ul. Płocka 35/43, www.2K.com.pl.

Nakład: 200 egz.

ISSN 0081-6841

SPIS TREŚCI

CONTENTS

Część 2

EKONOMIA – THE ECONOMICS

Maria ALUCHNA Nadzór korporacyjny wobec krytyki koncepcji <i>shareholder value</i> 9 <i>Corporate governance and the criticism of shareholder value</i>	9
Kazimierz BARWACZ, Leszek KOZIOŁ Instrumenty rachunkowości wspomagające mechanizmy nadzorcze w specjalnych spółkach komunalnych 25 <i>Accounting instruments supporting supervisory mechanisms in special municipal companies</i>	25
Tadeusz DUDYCZ Raportowanie parametrów emisji warunkiem wzrostu racjonalności inwestorów 41 <i>Reporting emissions parameters as a condition of a growth of the investors rationality</i>	41
Jan DWORNIAK, Michał PIETRZAK Spółdzielczość mleczarska – specyfika ekonomiczna i rola rewizji finansowej w nadzorze korporacyjnym 53 <i>Dairy cooperatives – economic features and the role of financial audit in corporate governance</i>	53
Tomasz GABRUSEWICZ Społeczne aspekty nadzoru korporacyjnego 73 <i>Social aspects of corporate governance</i>	73

Dagmara GAD Źródła konfliktu agencyjnego w towarzystwach funduszy inwestycyjnych	89
<i>The sources of agency conflict in the investment fund companies</i>	
Jacek GAD Rachunkowość a nadzór korporacyjny jako obszary badań naukowych w Polsce i na świecie	105
<i>Accounting and corporate governance as areas of research in Poland and worldwide</i>	
Anna GOLEC, Bartłomiej GABRIEL Standardy ładu korporacyjnego jako czynnik determinujący wybór miejsca zagranicznego debiutu giełdowego na przykładzie spółek ukraińskich	125
<i>Corporate governance standards as a determinant of foreign IPO destination choice. The case of Ukrainian Companies</i>	
Agnieszka IGNYŚ Jakość polityki informacyjnej polskich spółek giełdowych w świetle badań	143
<i>The quality of information policy of Polish Stock Companies in the light of research</i>	
Emilia KLEPCZAREK System wynagradzania menedżerów jako kluczowy czynnik determinujący politykę zarządzania ryzykiem banku. Studium przypadku Lehman Brothers Holding	155
<i>Executive compensation system as a key factor determining bank risk management policy: The Lehman Brothers case study</i>	
Katarzyna KLIMCZAK Standard XBRL jako koncepcja wspomagająca raportowanie finansowe	175
<i>Extensible Business Reporting Language as a concept supporting financial reporting</i>	
Izabela KOŁADKIEWICZ Dobre praktyki ładu korporacyjnego oraz ich transfer do twardego prawa. Perspektywa interesariuszy Polskiego Rynku Kapitałowego	193
<i>Corporate governance best practices and their transfer to hard law: The Polish Capital Market Stakeholders' Perspective</i>	

Anna KRZYSZTOFEK	
Spółeczna odpowiedzialność jako mechanizm nadzoru korporacyjnego	213
<i>Corporate social responsibility as a corporate governance mechanism</i>	
Monika MARCINKOWSKA	
Wynagrodzenia biegłych rewidentów polskich banków giełdowych	223
<i>Auditor fees in Polish listed banks</i>	
Marta MAZUROWSKA	
Idea sprawozdawczości narracyjnej	241
<i>The concept of narrative reporting</i>	
Rafał MORAWCZYŃSKI	
Mechanizmy kształtowania ładu korporacyjnego stosowane przez fundusze <i>venture capital</i> w inwestycjach w Polsce	259
<i>Corporate governance mechanisms used by venture capital funds in their investments in Poland</i>	
Adam PESZKO	
Rynki finansowe w mechanizmie nadzoru korporacyjnego	281
<i>The financial markets in the corporate governance mechanism</i>	
Krzysztof POSTRACH	
Problemy ukrytych aportów w spółkach publicznych	293
<i>The problems of hidden contributions in kind in public companies</i>	
Stanisław RUDOLF	
Miejsce i rola interesariuszy pracowniczych w <i>corporate governance</i>	309
<i>The place and role of employee stakeholders in corporate governance</i>	
Artur SAJNÓG	
Analiza komparatywna wartości dochodu całkowitego i zysku netto w perspektywie <i>corporate governance</i>	325
<i>Comparative analysis of comprehensive income and net profit in the corporate governance perspective</i>	
Adam SAMBORSKI	
Nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych. Przykład dobrowolnych funduszy emerytalnych	345
<i>Corporate governance in pension funds: Example of voluntary pension funds</i>	

Agnieszka SŁOMKA-GOŁĘBIEWSKA, Kinga KRYSIAŃCZUK Głosowanie na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy jako instrument ładu korporacyjnego w rękach OFE: analiza przypadku Aviva OFE	361
<i>Pension funds and corporate governance: The case study of Aviva OFE</i>	
Małgorzata STĘPIEŃ Kobiety w organach statutowych spółek	377
<i>Women in statutory organs of companies</i>	
Ewa ŚNIEŻEK, Michał WIATR Zintegrowane raportowanie biznesowe przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego w dobie zrównoważonego rozwoju	397
<i>Integrated business reporting of socially responsible enterprise in the era of sustainable development</i>	
Agata WIECZOREK Transparentność polityki wynagradzania kadry kierowniczej w grupie kapitałowej – analiza przypadku na przykładzie banku Unicredit	411
<i>Transparency of remuneration policy for senior executives in a holding company: The case study of Unicredit bank</i>	

Maria ALUCHNA*

NADZÓR KORPORACYJNY WOBEC KRYTYKI KONCEPCJI *SHAREHOLDER VALUE*

Słowa kluczowe: krytyka maksymalizacji *shareholder value*, nadzór korporacyjny

1. Wstęp

Nadzór korporacyjny jest definiowany jako zestaw kontrolnych i motywacyjnych mechanizmów i instytucji, mających na celu zapewnienie wysokiej efektywności funkcjonowania organizacji poprzez ułatwienie współpracy grup interesów zaangażowanych w jej działanie. Współcześnie *corporate governance* jest analizowany z perspektyw różnych koncepcji teoretycznych, czerpiąc z dorobku wielu nauk. Mimo tak wielowątkowego ujęcia, to jednak koncepcja budowania wartości dla akcjonariusza, stanowiąca fundament teorii pryncypała i agenta, stała się podstawowym paradygmatem w badaniach nad charakterystyką, ewolucją i efektywnością mechanizmów nadzorczych oraz dała początek wielu regulacjom i rekomendacjom z serii dobrych praktyk. Jednakże kryzys nadzoru korporacyjnego oraz słabości zidentyfikowane wraz z wybuchem kryzysu finansowego poddały w wątpliwość nie tylko efektywność koncepcji *shareholder value*, ale także jej sens ekonomiczny i społeczny. W efekcie, zarówno w literaturze przedmiotu, praktyce gospodarczej, jak i na forum regulacji pojawiło się wiele opracowań krytykujących koncepcję budowania wartości dla akcjonariusza i jej zastosowanie w nadzorze korporacyjnym.

Niniejszy artykuł poświęcony jest analizie krytyki koncepcji *shareholder* jako fundamentu *corporate governance*. Celem artykułu jest identyfikacja

* Dr hab. prof. nadzw., Katedra Teorii Zarządzania, Szkoła Główna Handlowa; e-mail: maria.aluchna@sgh.waw.pl

argumentów krytykujących podejście kreowania wartości dla akcjonariusza *value* i ich wpływu na rozwój nadzoru korporacyjnego, w szczególności jego zadań, funkcji i poszczególnych mechanizmów. Artykuł bazuje na przeglądzie najnowszych pozycji literatury przedmiotu i przyjmuje następującą strukturę – w pierwszym punkcie przybliżono koncepcję *shareholder value* na tle przeglądu teoretycznych perspektyw nadzoru korporacyjnego. Punkt drugi został poświęcony identyfikacji głównych uwag krytykujących podejście kreowania wartością dla akcjonariusza, jakie stało się dominującą perspektywą *corporate governance*. W punkcie tym wskazano zarówno słabości koncepcji *shareholder value*, jak i ograniczenia studiów prowadzonych w obrębie tej perspektywy badawczej. W punkcie trzecim zaproponowano możliwe scenariusze rozwoju problematyki *corporate governance* w odpowiedzi na krytykę i świadomość słabości jej fundamentalnego założenia o pierwszeństwie interesów akcjonariuszy nad oczekiwaniami innych grup interesariuszy. Wnioski zawarto w podsumowaniu.

2. *Shareholder value* jako fundament nadzoru korporacyjnego

Nadzór korporacyjny (*corporate governance*) określa system nadzoru nad spółką giełdową, na który składa się zestaw mechanizmów kontrolnych i motywacyjnych – realizowanych zarówno przez hierarchie organizacyjne, jak i rynki – instytucji, przepisów prawnych i praktyki gospodarczej¹. Celem nadzoru korporacyjnego jest zapewnienie efektywności funkcjonowania spółki poprzez stworzenie warunków współpracy różnych grup interesów zaangażowanych w jej działanie². Złożoność problematyki nadzoru korporacyjnego oraz konieczność uwzględniania wielu czynników ekonomicznych, społecznych, prawnych, historycznych czy kulturowych, przyczyniły się do rozwoju wielu różnych podejść badawczych. Współcześnie *corporate governance* jest analizowane z perspektyw różnych koncepcji teoretycznych, czerpiąc z dorobku

¹ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 3–12.

² B. Tricker, *Corporate governance. Principles, policies and practices*, Oxford University Press, Oxford 2011, s. 254–256; H. Baker, R. Anderson, *An overview of corporate governance*, [w:] H. Baker, R. Anderson (red.), *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2011, s. 3–8.

ekonomii, zarządzania, finansów, nauk prawnych, socjologii, psychologii, politologii. W efekcie, w literaturze przedmiotu spotyka się opracowania wykorzystujące różne perspektywy badawcze, które akcentują różne, wybrane elementy nadzoru korporacyjnego, proponują różne definicje oraz wskazują na inne zadania i założenia. Do najważniejszych perspektyw teoretycznych zaliczyć należy³: teorię pryncypała i agenta, teorię kosztów transakcyjnych, teorię własności, teorię interesariuszy, teorię zależności od zasobów, perspektywę instytucjonalną, perspektywę stosunków przemysłowych, perspektywę systemu finansowego, perspektywę prawną, perspektywę polityczną. W zależności od przyjętych ram teoretycznych, w nadzorze akcentuje się znaczenie inwestorów lub innych grup zaangażowanych w działalność spółki, takich jak pracownicy, regulatorzy, partie polityczne⁴. Wreszcie, złożoność zarządzania przedsiębiorstwem uwypukla wiele innych obszarów i relacji spółki z otoczeniem, takich jak konieczność zapewnienia efektywności działania, utrzymywanie konkurencyjności, potrzeba budowania związków z innymi podmiotami.

Mimo różnych ujęć nadzoru korporacyjnego, założenie prymatu interesów akcjonariuszy nad oczekiwaniami innych grup interesariuszy stało się dominującą perspektywą badawczą i punktem wyjścia zmian regulacji i formułowania rekomendacji w ramach dokumentów dobrych praktyk⁵. Przekonanie o wyższości interesów akcjonariuszy nad oczekiwaniami interesariuszy przyczyniło się do rozwoju koncepcji budowania wartości dla akcjonariusza jako głównego celu funkcjonowania spółki i uznania wzrostu wartości firmy jako podstawowego miernika oceny jakości i efektywności pracy zarządzających⁶. Koncepcja budowania wartości dla akcjonariusza była nie tylko uznawana za podstawową ideologię rządzącą biznesem, ale również postrzegana jako najlepsze rozwiązanie prowadzące do wysokiej efektywności działania spółek

³ **H. Hung**, *Typology of the theories of the roles of governing boards*, *Corporate Governance: An International Review* 1998/6/2, s. 101–111; **S. Rudolf**, **T. Janusz**, **D. Stos**, **P. Urbanek**, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002; **O. Hart**, *The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration*, *Journal of Political Economy* 1986/94/4, s. 691–719; **B. Tricker**, *Corporate governance...*

⁴ **C. Mesjasz**, *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, [w:] **D. Dobija**, **I. Kołodkiewicz** (red.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 15–52.

⁵ **W. Lazonick**, **M. O'Sullivan**, *Maximizing Shareholder value: A new ideology for corporate governance*, *Economy and Society* 2000/29/1, s. 13–35.

⁶ **S. Bragg**, *The investor relations guidebook*, *Accounting Tools*, Cennial 2012, s. 13–15.

i rozwoju gospodarczego w interesie ogółu społeczeństwa⁷. Pierwszeństwo akcjonariuszy nad innymi grupami uznawano za panaceum rozwiązujące problem „ekonomicznej i społecznej dezintegracji”⁸ oraz receptę na zachowanie wysokiego wzrostu gospodarczego. Analizy wykazywały, iż przedsiębiorstwa działające zgodnie z założeniami *shareholder value* odnoszą lepsze wyniki⁹, a i całe gospodarki funkcjonują lepiej, jeśli ta koncepcja jest powszechnie stosowana. Pozytywne rezultaty przypisywano jasności i jedności celu, dzięki czemu spółkom łatwiej było skoncentrować się na działaniach sprzyjających budowaniu wartości dla akcjonariusza, przy eliminacji innych, zbędnych działań. Takie podejście ograniczyło też ryzyko wyboru i określania innych rynkowych, finansowych czy pozostałych funkcjonalnych celów działania spółki¹⁰. Przełożenie na wartość spółki i kurs akcji stało się także miernikiem wyboru i oceny określonych posunięć strategicznych, jak na przykład angażowania się w projekty społecznej odpowiedzialności biznesu czy realizowania transakcji fuzji i przejęć. Koncepcja *shareholder value*, której początki wiążą się z rozwojem szkoły chicagowskiej, doprowadziła do uproszczenia badań nad funkcjonowaniem organizacji, poszukując związków między konkretnymi rozwiązaniami z zakresu zarządzania lub *corporate governance* a ruchami cen akcji spółki. Podejmowanie aktywności niesłużących zwiększaniu wartości dla akcjonariuszy mogło być interpretowane jako działanie na ich szkodę i w skrajnych przypadkach doprowadzić do wniesienia pozwów przeciwko zarządzającym.

Rozwój koncepcji *shareholder value* oraz teorii pryncypała i agenta zdominowały badania empiryczne nad mechanizmami *corporate governance*¹¹ oraz

⁷ **H. Hansmann, R. Kraakman**, *The end of history for corporate law*, Georgetown Law Journal 2001/89, s. 439–468.

⁸ **B. McSweeney**, *Maximizing shareholder value. A panacea for economic growth or a recipe for economic and social disintegration?*, Critical Perspective on International Business 2008/4/1, s. 55–74.

⁹ **A. Ehrbar**, *EVA. The real key to creating wealth*, John Wiley, New York 1998, cyt. za: **B. McSweeney**, *Maximizing shareholder...*, s. 56.

¹⁰ **B. McSweeney**, *Maximizing shareholder...*

¹¹ **M.C. Jensen, W. Meckling**, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics 1976/3/4, s. 305–360; **E. Fama, M.C. Jensen**, *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics 1983/XXVI; **E. Fama, M.C. Jensen**, *Agency problems and residual claims*, Journal of Law and Economics 1983/XXVI; **A. Shleifer, R. Vishny**, *A survey of corporate governance*, Journal of Finance 1997/52, s. 737–783.

efektywnością wdrażanych regulacji¹². Znakomita większość analiz łączyła konkretne rozwiązania z zakresu nadzoru korporacyjnego, jak na przykład obecność inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności, udział niezależnych członków w radzie nadzorczej czy zwiększenie ruchomego komponentu płacy menedżerskiej z wzrostem kursu akcji i budowanie wartości spółki. Ponadto, zmiany w regulacjach określających funkcjonowanie spółek giełdowych i rynków kapitałowych, mające na celu zwiększenie przejrzystości, zwiększenie ochrony inwestorów czy zwiększenie możliwości wykonywania głosów przez akcjonariuszy, motywowane były założeniem prymatu interesów akcjonariuszy nad oczekiwaniami innych grup interesariuszy. *Shareholder value* było traktowane jako norma i zostało usankcjonowane prawnie, co tłumaczono trzema kluczowymi argumentami¹³:

- akcjonariuszom należy się zwrot z zainwestowanego kapitału, który mogliby ulokować w innym miejscu;
- pierwszeństwo akcjonariuszy stanowi swoisty mechanizm kontrolny nad spółką, z efektów którego korzystają także inni interesariusze;
- obecność akcjonariuszy cechuje trudność wycofania się z inwestycji bez znacznych szkód i ryzykowanie wkładem w przypadku trudności finansowych spółki.

Zmiany regulacji wdrażane po kolejnych skandalach korporacyjnych¹⁴ oraz formułowane rekomendacje w ramach dokumentów dobrych praktyk przenosiły rozwiązania nadzorcze spotykane tradycyjnie w systemach anglosaskich, których systemy *corporate governance* opierają się na giełdzie¹⁵ i które realizują koncepcję *shareholder value*. W wymiarze praktycznym oznaczało to zapoczątkowanie procesu określanego współcześnie jako ufinansowanie czy finansyzacja działalności spółki, prowadzącego do konstrukcji wielu wskaźników finansowych opartych na kursie akcji czy przepływach pieniężnych¹⁶. Doprowadziło to także do wąskiego postrzegania zarządzania i celu przedsiębiorstwa, co dobrze ilustruje słynna wypowiedź Thomasa Murphiego,

¹² **J. Fisch**, *Measuring efficiency in corporate law: The role of shareholder primacy*, Journal of Corporation Law 2006/31/3, s. 637–674.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ **S. Bainbridge**, *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford University Press, Oxford 2012, s. 3–15.

¹⁵ **C. Mallin**, *Corporate governance*, Oxford University Press, Oxford 2004.

¹⁶ **N. Fligstein**, *The end of (shareholder value) ideology?*, Working Paper no. 116–05, University of California, Berkeley 2004.

prezesa GM w latach 1974–1980: „GM to nie przedsiębiorstwo produkujące samochody. GM to przedsiębiorstwo zarabiające pieniądze”¹⁷. Dominacja podejścia *shareholder value* miała bardzo wyraźny wpływ na taki kształt systemu nadzoru korporacyjnego, który uznano za efektywny i określiła zasady funkcjonowania poszczególnych jego elementów – struktury akcjonariatu, rady, zaangażowania kredytodawcy, znaczenia rynku kapitałowego i rynku kontroli korporacji, zakresu polityki informacyjnej i struktury wynagrodzenia menedżerskiego¹⁸. Pociągnęło to za sobą uznanie wiedzy z zakresu rachunkowości i finansów, przekonanie o konieczności liberalizacji i deregulacji funkcjonowania przedsiębiorstw oraz przeobrażenia w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstw podkreślających znaczenie profesjonalnych menedżerów i członków rad¹⁹. Rozwiązania organizacyjne miały zapewniać zyski i przekładać się na zwroty z inwestycji.

3. Krytyka koncepcji *shareholder value* w nadzorze korporacyjnym

3.1. Brak efektów koncepcji *shareholder value* dla akcjonariuszy

Uwagi o słabościach koncepcji zwiększania wartości dla akcjonariusza pojawiają się w literaturze przedmiotu od wielu lat²⁰. Początków tej debaty należy upatrywać w polemice przedstawicieli szkoły chicagowskiej oraz zwolenników teorii interesariuszy, których oczekiwania także miałyby być uwzględniane w zarządzaniu przedsiębiorstwem²¹. Prowadzona dyskusja dotyczyła celów

¹⁷ **A. Kemper, R. Martin**, *After the fall: The global financial crisis as a test of corporate social responsibility theories*, *European Management Review* 2011/7, s. 229–239.

¹⁸ **C. Mallin**, *Corporate governance...*, **B. Tricker**, *Corporate governance...*

¹⁹ **R. Dore**, *Financialization of the global economy*, *Industrial and Corporate Change* 2008/17/6, s. 1097; **G. Krippner**, *The financialization of the American economy*, *Socio-Economic Review* 2005/3/2, s. 173–208; **C. Bartlett, S. Ghoshal**, *Beyond the M-form: Toward a managerial theory of the firm*, *Strategic Management Journal* 2003/14, s. 23–46.

²⁰ Por. **N. Fligstein**, *The end...*, **A. Kennedy**, *End of shareholder value. Corporations at the crossroads*, Perseus Publishing, Cambridge, Massachusetts 2000.

²¹ Szczególnie debatę wywołało stwierdzenie Friedmana, iż „tylko niektóre trendy [w dyskusji] mogą podminować znacznie założenia o wolnym społeczeństwie, w tym akceptacja przedstawicieli sektora korporacyjnego idei społecznej odpowiedzialności biznesu przedkładanej nad generowanie jak największych zysków dla akcjonariuszy” **M. Friedman**, *Capitalism*

przedsiębiorstwa i roli biznesu w gospodarce i społeczeństwie²². Założenia o prymacie interesów akcjonariuszy konfrontowano z wielowymiarowym modelem działania przedsiębiorstwa i jego celami odnoszącymi się do społeczeństwa czy środowiska oraz faktem, iż inne grupy (np. pracownicy) także posiadają prawa do roszczeń rezydualnych²³. Przez wiele lat polemika ta nie wywierała większego wpływu na praktykę korporacyjną ani nie była w stanie stać się istotnym założeniem dla analiz z zakresu *corporate governance*. Choć zwiększone zainteresowanie rolą interesariuszy w zarządzaniu przedsiębiorstwem ma miejsce od początku XXI wieku, to opracowania tego zagadnienia, wraz z coraz poważniejszą krytyką koncepcji budowania wartości dla akcjonariuszy, obserwuje się od 2009 roku, po wybuchu kryzysu finansowego. Współcześnie sygnalizowane krytyczne uwagi można ująć w dwie zasadnicze grupy, z których pierwsza dotyczy słabości i pewnego wypaczenia działań podejmowanych przez spółki. Rekomendacje i recepty na wysoką efektywność przedsiębiorstw i skuteczne budowanie wartości dla akcjonariusza nie tylko nie doprowadziły do wyższych zysków, lecz wręcz przyczyniły się do poważnych strat wśród inwestorów. Zdaniem autorów, proponowane działania z zakresu zarządzania i nadzoru korporacyjnego całkowicie zawiodły i przyczyniły się do kryzysu finansowego²⁴ oraz wpływają negatywnie na rozwój gospodarczy, w tym poziom innowacyjności i zatrudnienia²⁵. Ostatnie dziesięć lat uznaje się wręcz za dekadę straconą dla inwestycji na rynku kapitałowym²⁶. Warto

and freedom, University of Chicago Press, Chicago 1962, s. 133–134, cyt. za: **A. Kemper, R. Martin**, *After the fall...*, s. 231.

²² **R. Freeman**, *Strategic management: A stakeholder approach*, MA: Pitman, Boston 1984; **R. Freeman, L. Reed**, *Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance*, California Management Review, 1983/25/3, s. 88–105; **T. Donaldson, L. Preston**, *The stakeholder theory of the corporation: concept, evidence and implications*, [w:] **A. Crane, D. Matten, L. Spence** (red.), *Corporate social responsibility*, Routledge, London 2008, s. 139–165.

²³ **M. Blair**, *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Brookings Institution, Waszyngton 1995.

²⁴ **N. Yahanpath**, *A brief review of the role of shareholder wealth maximisation and other factors contributing to the global financial crisis*, Qualitative Research in Financial Markets 2011/3/1, s. 64–77.

²⁵ **W. Lazonick**, *From innovation to financialization: How shareholder value ideology is destroying the US economy* [w:] **G. Epstein, M. Wolfson** (red.) *The Political Economy of Financial Crises*, Oxford University Press, Oxford 2013.

²⁶ **L. Stout**, *The problem of corporate purpose, Issues in Governance Studies*, Governance Studies at Brookings 2012/48.

jednak zauważyć, iż za winnych takiego rozwoju sytuacji uznaje się wszystkich uczestników rynku – chciwych inwestorów, nieetycznych menedżerów, maksymalizujących sprzedaż pośredników finansowych czy regulatorów ulegających presji wszystkich tych grup²⁷. Koncepcję *shareholder value* krytykuje się między innymi za:

- rozwój krótkoterminowej orientacji inwestorów, którzy zainteresowani są szybkimi zwrotami z inwestycji i preferują krótki horyzont czasowy inwestycji²⁸;
- rozwój orientacji krótkoterminowej i zwiększenia tendencji do podejmowania nadmiernego ryzyka wynagrodzeń najwyższej kadry menedżerskiej²⁹;
- wzrost motywacji zewnętrznej zarządzających poprzez szczegółowe strukturyzowanie pakietów płacy menedżerskiej³⁰;
- presję inwestorów na osiąganie przez spółki zysku w krótkim okresie, wykazywaniu zysku w raportach kwartalnych³¹;
- usankcjonowanie działania utylitarnego i we własnym interesie oraz zwiększenie tendencji menedżerów do działania nieetycznego³²;
- nadmierne i nieodpowiedzialne wykorzystywanie dźwigni finansowej³³;
- nieodpowiedzialne działania pośredników finansowych nastawionych na realizację szybkich zysków³⁴;

²⁷ N. Yahanpath, *A brief review...*

²⁸ A. Kennedy, *End of shareholder...*, s. 165–170.

²⁹ T. Tse, *Shareholder and stakeholder theory: after the financial crisis*, *Qualitative Research in Financial Markets* 2011/3/1, s. 51–63; J. Hull, *The credit crunch of 2007: What went wrong? Why? What lessons can be learned?*, Working Paper, Joseph Rotman School of Management, University of Toronto, Toronto 2008.

³⁰ N. Yahanpath, *A brief review...*; K. Rost, M. Osterloh, *Management fashion pay-for-performance for CEOs*, *Schmalenbach Business Review* 2009/61, s. 119–149.

³¹ S. McGee, *Chasing Goldman Sachs*, Crown Business, Nowy Jork 2010.

³² N. Yahanpath, *A brief review...*; J. Boatright, *Ethics in finance*, Blackwell Publishing, Oxford 2008; L. Mitchell, *Corporate irresponsibility*, Yale University Press, New Haven 2001; H. Glasbeek, *Wealth by stealth. Corporate crime, corporate law and the perversion of democracy*, *Between the Lines*, Toronto 2002.

³³ T. Tse, *Shareholder...*

³⁴ D. Kansas, *Guide of the end of Wall Street as we know it*, Collins Business, Nowy Jork 2009; T. Clarke, J. Chanlat, *Introduction: A new order? The recurring crisis in Anglo-American corporate governance and the increasing impact on European economies and institutions*, [w:] T. Clarke, J. Chanlat (red.), *European corporate governance. Readings and perspectives*, Routledge, Londyn 2009, s. 1–42.

- nadmierny rozwój inżynierii finansowej, wykorzystującej złożone instrumenty o trudnych do przewidzenia wynikach³⁵.

Wszystkie te efekty uboczne koncepcji zwiększania wartości dla akcjonariusza przyczyniły się do załamania na rynku finansowym oraz okazały się bardzo kosztowne zarówno dla inwestorów, jak i całych gospodarek. Warto jednak zauważyć, iż większość z krytykowanych efektów dominacji koncepcji budowania wartości dla akcjonariusza jest często uznawanych za sukces nowoczesnych finansów, czynnik zwiększający płynność rynku kapitałowego czy element sprzyjający demokratyzacji systemu finansowego i inwestowania³⁶.

3.2. *Shareholder value* jako błędne założenie celu przedsiębiorstwa

Drugą grupę krytycznych uwag pod adresem ideologii *shareholder value* stanowią analizy całkowicie podważające jej sens i rolę w zarządzaniu i nadzorem nad spółką. Z jednej strony pojawiają się studia o historycznej przydatności koncepcji, która szacowana jest na około 20–25 lat i która właśnie dobiega końca w przypadku koncepcji budowania wartości dla akcjonariusza. Oznacza to, że koncepcja *shareholder value* przestaje być paradygmatem determinującym kierunek rozwoju przedsiębiorstw i powinna być zastąpiona nowym podejściem³⁷. Poddaje się w wątpliwość, czy funkcjonowanie spółki w oparciu o założenia *shareholder value* jest w ogóle pożądanym kierunkiem działania, gdyż nie uwzględnia wymogów współczesnej złożonej rzeczywistości funkcjonowania biznesu i nie bierze pod uwagę istotnych wymiarów działania przedsiębiorstwa³⁸.

Koncepcja *shareholder value* jest krytykowana także za wypaczenia związane z działaniem w warunkach niedoskonałości organizacyjnych (*corporate myopia*), dominację orientacji krótkoterminowej oraz nadmierną koncentrację na wskaźnikach finansowych³⁹. Na poważne wątpliwości w sensowność

³⁵ N. Yahanpath, *A brief review...*

³⁶ S. McGee, *Chasing...*

³⁷ N. Fligstein, *The end...*

³⁸ C. Mayer, *Firm commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press, Oxford 2012.

³⁹ R. Wartzman, *The long view: Why „maximizing shareholder value” is on its way out*, Time: Business and Money, 25.09.2013, <http://business.time.com/2013/09/25/the-long-view-why-maximizing-shareholder-value-is-on-its-way-out/>; stan na dzień 20.02.2014 r.

pojęcia *shareholder value* uwagę zwraca Lynn Stout⁴⁰, która zauważa, iż spółki funkcjonujące zgodnie z założeniami omawianego ujęcia w efekcie działają na szkodę akcjonariuszy. Stout wskazuje między innymi, iż koncepcja *shareholder value*⁴¹:

1. Nie ma poparcia w tradycji amerykańskiego prawa spółek handlowych – zgodnie z regulacjami stanu Delaware, gdzie zarejestrowana jest większość amerykańskich spółek, przedsiębiorstwo może być założone dla realizacji dowolnego, prawnie dozwolonego, celu. Orzeczenie sądu w słynnej sprawie *Dodge vs. Ford* nie uczyniło precedensu wyższości celów akcjonariuszy nad innymi grupami i nie stało się obowiązującą doktryną przyjętą przez pozostałe sądy w Stanach Zjednoczonych.
2. Jest sprzeczna z logiką funkcjonowania struktur gospodarczych – przekonanie, że teoria pryncypała i agenta odzwierciedla rzeczywistość, jest błędne, wielu akcjonariuszy i menedżerów zachowuje się odmiennie niż teoria ta opisuje. Ponadto, założenie, że akcjonariusze są właścicielami spółek, jest powtarzaniem dogmatem niemającym zastosowania w praktyce. Jak bowiem wskazuje sama semantyka, akcjonariusze są właścicielami akcji, a nie przedsiębiorstwa i posiadają ograniczone prawa wynikające z posiadania akcji. Co więcej, teoria agencji nie tylko zapomina o innych interesariuszach spółki, ale także wszystkich akcjonariuszy traktuje identycznie, a mogą oni zasadniczo różnić się oczekiwaniami i horyzontem obecności w spółce.
3. Nie jest poparta badaniami empirycznymi, a analizy prowadzone w jej ramach bardzo upraszczają złożone zjawiska ekonomiczne i społeczne. Wiele opracowań czyni absurdalne założenie, wykorzystując proste wskaźniki opisujące poszczególne rozwiązania z zakresu złożonych struktur nadzorczych i zarządczych i odnosząc je do natychmiastowej zmiany kursu akcji. Wyniki analiz są często sprzeczne, dotyczą niewielkiej grupy przedsiębiorstw lub odnoszą się do krótkiego okresu.

⁴⁰ L. Stout, *The shareholder value myth: How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*, Berrett-Kohler Publishing, San Francisco 2012.

⁴¹ Idem, *The problem of...*

4. Kierunki rozwoju na przyszłość

W obliczu tak znacznej krytyki perspektywy *shareholder value* oraz przekonania, iż jej założenia wyczerpały się i nie odpowiadają na zapotrzebowania współczesnego biznesu, można oczekiwać pewnych zmian – zarówno na poziomie teoretyczno-koncepcyjnym, jak i regulacyjno-praktycznym. Zmiany te byłyby wówczas widoczne w tworzonych regulacjach i faktycznie realizowane przez spółki, co wymagałoby opracowania modeli teoretycznych ułatwiających zrozumienie motywacji i działania przedsiębiorstw wychodzących poza doktrynę *shareholder value*. Analizując przyszłe kierunki rozwoju nadzoru korporacyjnego, można zatem wskazać trzy zasadnicze scenariusze. Oczywiście scenariusz pierwszy, bazowy, nie zakłada żadnych zmian, w przekonaniu, iż koncepcja budowania wartości dla akcjonariusza jest silnie zakorzeniona w praktyce i nauce, a sygnalizowane tendencje nie są wystarczająco silne, by dokonać poważniejszych zmian. Zgodnie ze scenariuszem drugim, można się spodziewać niewielkich zmian zwiększających udział interesariuszy w zarządzaniu i nadzorze nad spółką (np. w odniesieniu do pracy rady, w wykorzystywaniu mierników oceny zarządzających). Scenariusz ten jest pochodną nurtu w literaturze przedmiotu, zgodnie z którym badacze częściej wskazują na różne wymiary odpowiedzialności przedsiębiorstwa i rolę poszczególnych grup interesu⁴² oraz na istotne znaczenie wskaźników pozafinansowych, głównie mierników określających realizację działań społecznych (*social performance*) oraz ochrony środowiska (*environmental performance*)⁴³. Taka zmiana w postrzeganiu roli biznesu i przedsiębiorstwa na rynku wpisuje się w tak zwane podejście pluralistyczne⁴⁴ i wywiera znaczący wpływ na praktykę i zasady *corporate governance*. Zmieniają się nie tylko ramy i zalecenia odnośnie do funkcjonowania poszczególnych mechanizmów (np. rada, struktura wynagrodzenia najwyższej kadry menedżerskiej, obszary przejrzystości), ale także pojawiają się inne wskaźniki, które powinny stać się przedmiotem zainteresowania i działań w zakresie *corporate governance*. Oznacza to większą legitymizację wcześniej już postulowanych definicji, obejmujących nadzór korporacyjny – zgodnie ze społecznym modelem przedsiębiorstwa – jako miejsce współpracy

⁴² T. Clarke, J. Chanlat, *Introduction...*

⁴³ B. Tricker, *Corporate governance...*

⁴⁴ I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013, s. 37.

między różnymi grupami interesariuszy. I wreszcie, scenariusz trzeci zakłada radykalne, zasadnicze zmiany na poziomie teoretyczno-koncepcyjnym, które pociągną za sobą weryfikację sposobu funkcjonowania spółek w praktyce i będą wywierały znaczący wpływ na sferę regulacyjną. Wówczas zmiany w zarządzaniu i nadzorze nad spółką mogą objąć takie aspekty jak: stosowane wskaźniki efektywności spółki, praktykę działania rady, strukturyzowanie wynagrodzenia menedżerskiego czy politykę informacyjną. Wybrane możliwe nowe rozwiązania przedstawiono w tab. 1.

TABELA 1: *Możliwe nowe rozwiązania w nadzorze korporacyjnym w reakcji na krytykę koncepcji shareholder value*

Mechanizm <i>corporate governance</i>	Możliwe zmiany
Wskaźniki sukcesu i/lub efektywności spółki	– finansowe i pozafinansowe mierniki obejmujące wskaźniki społeczne (zaufanie, dialog społeczny) oraz środowiskowe (np. redukcja zużycia materiałów, wody, energii, ograniczenie emisji CO ₂).
Struktura własności	– ulgi podatkowe dla inwestycji długoterminowych, – ograniczenie prawa głosu akcjonariuszy posiadających akcje mniej niż 2–3 lata, – podatki od transakcji kapitałowych.
Praktyka rady	– większy udział członków niezależnych, również reprezentujących różne środowiska / interesariuszy, – większe znaczenie etyki postępowania, – członkowie z firmy bez prawa głosu, – więcej czasu poświęconego na posiedzenia rady.
Wynagrodzenie menedżerskie	– włączenie pozafinansowych wskaźników działania spółki jako elementów oceny pracy zarządzających do pakietów wynagrodzeń, – większy udział akcji dla menedżerów w pakietach wynagrodzeń.
Polityka informacyjna	– rezygnacja z raportowania kwartalnego, – zwiększenie aspektów / mierników raportowania, – lepsza komunikacja z inwestorami.

Źródło: oprac. własne.

Możliwe rozwiązania przedstawione w tab. 1 wskazują na szeroki wachlarz potencjalnych działań inkorporujących uwagi krytyków koncepcji *shareholder value*. Należy jednak pamiętać, iż akcjonariusze będą zainteresowani realizowaniem przez przedsiębiorstwo zysku i zwiększaniem wartości spółki. Niemniej

jednak krytyka maksymalizacji wartości dla akcjonariusza nie zakłada odejścia od celów finansowych na rzecz realizacji celów społecznych, lecz rekomenduje budowanie tej wartości w sposób zrównoważony w dłuższym okresie.

5. Zakończenie

Koncepcja budowania wartości dla akcjonariusza zdominowała analizy i praktykę działania spółek w sferze nadzoru korporacyjnego. Badania nad *corporate governance* prowadzone w ostatnich 30 latach w znakomitej większości wychodzą z założenia, że działania podejmowane przez spółki i inicjowane przez ich kadry zarządzające mają na celu zwiększanie wartości spółek, a zmiany ceny akcji są traktowane jako główny miernik skuteczności pracy zarządzających. Słabości nadzoru korporacyjnego, zidentyfikowane wraz z wybuchem kryzysu finansowego, poddały w wątpliwość nie tylko efektywność koncepcji *shareholder value*, ale także jej sens ekonomiczny i społeczny. W efekcie, zarówno w literaturze przedmiotu, praktyce gospodarczej, jak i w obszarze regulacji, pojawiło się wiele opracowań krytykujących koncepcję budowania wartości dla akcjonariusza i jej zastosowanie w nadzorze korporacyjnym. Choć takie uwagi sygnalizowane były już wcześniej, w obliczu obecnych wyzwań i presji regulacyjnej nabierają konkretnej wymowy i mogą przyczynić się do istotnych zmian w zasadach funkcjonowania mechanizmów *corporate governance*. Współcześnie prowadzona krytyka koncepcji *shareholder value* może wpłynąć na praktykę i regulacje w nadzorze korporacyjnym, które nie tylko mogłyby w większym stopniu uwzględniać oczekiwania różnych grup interesariuszy, ale także zwiększyłyby zakres wskaźników stosowanych dla oceny efektywności spółek o wymiar społeczny i środowiskowy.

Bibliografia

Opracowania:

- Bainbridge S.**, *Corporate governance after the financial crisis*, Oxford University Press, Oxford 2012.
- Baker H., Anderson R.**, *An overview of corporate governance* [w:] **Baker H., Anderson R.** (red.), *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2011.

- Bartlett C., Ghoshal S.**, *Beyond the M-form: Toward a managerial theory of the firm*, Strategic Management Journal 2003/14.
- Blair M.**, *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, Brookings Institution, Waszyngton 1995.
- Boatright J.**, *Ethics in finance*, Blackwell Publishing, Oxford 2008.
- Bragg S.**, *The investor relations guidebook*, Accounting Tools, Cennennial 2012.
- Clarke T., Chanlat J.**, *Introduction: A new order? The recurring crisis in Anglo-American corporate governance and the increasing impact on European economies and institutions*, [w:] Clarke T., Chanlat J.F. (red.), *European corporate governance. Readings and perspectives*, Routledge, Londyn 2009.
- Donaldson T., Preston L.**, *The stakeholder theory of the corporation: concept, evidence and implications*, [w:] Crane A., Matten D., Spence L. (red.), *Corporate social responsibility*, Routledge, London 2008.
- Dore R.**, *Financialization of the global economy*, Industrial and Corporate Change 2008/17/6.
- Ehrbar A.**, *EVA. The real key to creating wealth*, John Wiley, New York 1998.
- Fama E., Jensen M.C.**, *Separation of ownership and control*, Journal of Law and Economics 1983/XXVI.
- Fama E., Jensen M.C.**, *Agency problems and residual claims*, Journal of Law and Economics 1983/XXVI.
- Fisch J.**, *Measuring efficiency in corporate law: The role of shareholder primacy*, Journal of Corporation Law 2006/31/3.
- Fligstein N.**, *The End of (shareholder value) ideology?*, Working Paper no. 116–05, University of California, Berkeley 2004.
- Freeman R., Reed L.**, *Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance*, California Management Review 1983/25/3.
- Freeman R.**, *Strategic management: A stakeholder approach*, MA: Pitman, Boston 1984.
- Friedman M.**, *Capitalism and freedom*, University of Chicago Press, Chicago 1962.
- Glasbeek H.**, *Wealth by stealth. Corporate crime, corporate law and the perversion of democracy*, Between the Lines, Toronto 2002.
- Hansmann H., Kraakman R.**, *The end of history for corporate law*, Georgetown Law Journal 2001/89.
- Hart O.**, *The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration*, Journal of Political Economy 1986/94/4.
- Hull J.**, *The credit crunch of 2007: What went wrong? Why? What lessons can be learned?*, Working Paper, Joseph Rotman School of Management, University of Toronto, Toronto 2008.
- Hung H.**, *Typology of the theories of the roles of governing boards*, Corporate Governance: An International Review 1998/6/2.
- Jensen M.C., Meckling W.**, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics 1976/3/4.
- Kansas D.**, *Guide of the end of Wall Street as we know it*, Collins Business, Nowy Jork 2009.
- Kemper A., Martin R.**, *After the fall: The global financial crisis as a test of corporate social responsibility theories*, European Management Review 2011/7.
- Kennedy A.**, *End of shareholder value. Corporations at the crossroads*, Perseus Publishing, Cambridge, Massachusetts 2000.

- Krippner G.**, *The financialization of the American economy*, Socio-Economic Review 2005/3/2.
- Lazonick W.**, *From innovation to financialization: How shareholder value ideology is destroying the US economy* [w:] Epstein G., Wolfson M. (red.), *The Political Economy of Financial Crises*, Oxford University Press, Oxford 2013.
- Lazonick W., O'Sullivan M.**, *Maximizing Shareholder value: A new ideology for corporate governance*, Economy and Society 2000/29/1.
- Mallin Ch. A.**, *Corporate governance*, Oxford University Press, Oxford 2004.
- Mayer C.**, *Firm commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*, Oxford University Press, Oxford 2012.
- McGee S.**, *Chasing Goldman Sachs*, Crown Business, Nowy Jork 2010.
- McSweeney B.**, *Maximizing shareholder value. A panacea for economic growth or a recipe for economic and social disintegration?*, Critical Perspective on International Business 2008/4/1.
- Mesjasz Cz.**, *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy* [w:] Dobi-ja D., Koładkiewicz I. (red.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Mitchell L.**, *Corporate irresponsibility*, Yale University Press, New Haven 2001.
- Oplustil K.**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Rost K., Osterloh M.**, *Management fashion pay-for-performance for CEOs*, Schmalenbach Business Review 2009/61.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P.**, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Shleifer A., Vishny R.**, *A survey of corporate governance*, Journal of Finance 1997/52.
- Stout L.**, *The problem of corporate purpose*, Issues in Governance Studies, Governance Studies at Brookings 2012/48.
- Stout L.**, *The shareholder value myth: How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*, Berrett-Kohler Publishing, San Francisco 2012.
- Tricker B.**, *Corporate governance. Principles, policies and practices*, Oxford University Press, Oxford 2011.
- Tse T.**, *Shareholder and stakeholder theory: after the financial crisis*, Qualitative Research in Financial Markets 2011/3/1.
- Yahanpath N.**, *A brief review of the role of shareholder wealth maximisation and other factors contributing to the global financial crisis*, Qualitative Research in Financial Markets 2011/3/1.

Strony internetowe:

- Wartzman R.**, *The long view: Why „maximizing shareholder value” is on its way out*, Time: Business and Money, 25.09.2013, <http://business.time.com/2013/09/25/the-long-view-why-maximizing-shareholder-value-is-on-its-way-out/>; stan na dzień 20.02.2014 r.

Maria ALUCHNA

CORPORATE GOVERNANCE AND THE CRITICISM OF SHAREHOLDER VALUE

(Summary)

The complexity of corporate governance and the need to consider a set of various economic, social, legal, historical and cultural determinants lead to the development of different research perspectives. Despite the multi-theme approaches the concept of shareholder value, the fundamental assumption of principal-agent theory, appeared to become the paradigm for research of the efficiency of corporate governance mechanisms and evolution and gave rise to many regulations or best practice. Corporate governance inefficiencies identified with the outbreak of the financial crisis cast doubt not only on the effectiveness of the shareholder value approach, but also on its economic and social argumentation. The current critic of this perspective may have impact on the corporate governance practice and regulation.

Keywords: criticism of MSV, corporate governance

Kazimierz BARWACZ*
Leszek KOZIOL**

INSTRUMENTY RACHUNKOWOŚCI WSPOMAGAJĄCE MECHANIZMY NADZORCZE W SPECJALNYCH SPÓŁKACH KOMUNALNYCH

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, mechanizmy nadzoru właścicielskiego, gospodarka komunalna, efektywność mechanizmów nadzorczych, spółki kapitałowe sektora komunalnego

1. Wstęp

W ostatnich latach mamy do czynienia z dynamicznym procesem dostosowywania sektora finansów publicznych do wymagań i uwarunkowań UE, a także wdrażania różnych rozwiązań z zakresu funkcjonowania gospodarki komunalnej. Procesy te stymulują poszukiwanie i wdrażanie nowych rozwiązań w obszarze gospodarki komunalnej oraz doskonalenie już istniejących zasad, instrumentów i instytucji. Niestety, za tymi zmianami nie następują odpowiednie przekształcenia sposobu i narzędzi sprawowania nadzoru właścicielskiego spółek wspomnianego sektora, zwłaszcza takich, które zmierzają do poprawy skuteczności tego nadzoru.

Jako przedmiot badań przyjęto konstrukcję mechanizmów nadzorczych i zarządczych nadzoru korporacyjnego spółek komunalnych, ze zwróceniem szczególnej uwagi na instrumenty rachunkowości.

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji modelu nadzoru właścicielskiego specjalnych spółek komunalnych (SSK) wraz z podaniem warunków jego implementacji. Obszarem badawczym są jednoosobowe spółki prawa

* Dr inż., Katedra Finansów i Rachunkowości, Małopolska Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Tarnowie; e-mail: kazimierz@barwacz.com.pl

** Prof. dr hab., Zakład Podstaw Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie; e-mail: kozioll@interia.pl

handlowego z udziałem jednostki samorządu terytorialnego (JST), realizujące zamówienia *in house*. Potrzeba zmian sposobu sprawowania nadzoru nad tego rodzaju podmiotami wynika nie tylko ze specyfiki tych spółek, ale przede wszystkim z odmienności struktury własności, rodzaju właściciela i jakości sprawowania funkcji nadzorczych przez powołane organy.

Podstawowe tezy prezentowanej koncepcji:

1. Kryteria oceny efektywności sprawowanego nadzoru winny wywodzić się z zapisów ustaw określających zasady i specyfikę funkcjonowania spółki i cele właściciela (JST).
2. Zlecenie specjalnym spółkom prawa handlowego zamówień publicznych, z pominięciem procedur konkurencyjności, wymaga wzmocnienia wewnętrznych mechanizmów nadzorczych tych spółek za pomocą instrumentów rachunkowości zarządczej.

Podejście badawcze to analiza badań poprzedników i badań własnych z wykorzystaniem techniki wywiadu, obserwacji i analizy przypadku. Postawione pytania dotyczyły celu badań, tj. konstrukcji modelu i efektywności nadzoru właścicielskiego. Wywiady przeprowadzono z członkami rad nadzorczych i zarządów SSK oraz zaproszonymi ekspertami.

2. Cele gospodarki komunalnej

Obowiązujące w Polsce przepisy prawa w tej dziedzinie określają zasady i formy gospodarki komunalnej JST, polegające na wykonywaniu przez te jednostki zadań własnych, w celu zaspokojenia zbiorowych potrzeb wspólnoty samorządowej¹. Obejmuje ona w szczególności zadania o charakterze użyteczności publicznej, których celem jest bieżące i nieprzerwane zaspokajanie zbiorowych potrzeb ludności w drodze świadczenia usług powszechnie dostępnych. Gminy mogą również prowadzić działalność wykraczającą poza strefę użyteczności publicznej, ale wyłącznie w formie spółki prawa handlowego². Warunek ten wymaga jednak istnienia na rynku lokalnym niezaspokojonych potrzeb, z równoczesnym występowaniem bezrobocia, w znaczącym stopniu ujemnie wpływającego na poziom życia wspólnoty samorządowej. Przy czym,

¹ Ustawy o gospodarce komunalnej i samorządzie gminnym – Dz.U. z 2011 r., Nr 45, poz. 236 i Dz.U. z 2013 r., Nr 0, poz. 594.

² Przywilej ten dotyczy również województw samorządowych [przypis autora].

gmina nie ma możliwości podjęcia innych działań, aby wpłynąć na aktywizację życia gospodarczego.

W świetle tych zapisów, kontekst efektywności nadzoru właścicielskiego zdeterminowany jest strukturą własności, która z uwagi na swoją specyfikę (samorząd lokalny, bardzo wysoki stopień koncentracji) wymaga spójności celów spółki i właściciela. Warunek ten nie stanowi problemu w sektorze prywatnym, natomiast w sektorze samorządowym wymaga uwzględnienia szeregu uwarunkowań ekonomicznych, prawnych i społecznych. Źródłem tych uwarunkowań jest ustawodawstwo polskie i europejskie, określające zadania samorządu lokalnego oraz wskazujące na sposoby, standardy (finansowe i jakościowe) ich realizacji³.

Problematyka nadzoru właścicielskiego sektora prywatnego, z uwagi na silną koncentrację własności, rozpatrywana jest powszechnie w kontekście zamkniętego systemu własnościowo-kontrolnego (*insiders*). Natomiast w sektorze komunalnym warunek ten nie zawsze jest spełniony, bowiem agencje spółek sektora komunalnego mają szczególne cechy. Niektóre, ważniejsze z nich to: wielość interesariuszy, ich sprzeczne interesy, liczne instytucje komunalne i wielość poziomów zarządzania oraz, a może przede wszystkim, rozliczne zadania i bariery prawno-ekonomiczne zawarte w obowiązujących przepisach. Nakazują one przyjęcie pewnych zobowiązań i narzucają ograniczenia w prowadzonej działalności.

Oddzielną kwestię stanowi sposób pracy rad nadzorczych tych spółek. Samorządowi członkowie rad nadzorczych winni przede wszystkim: współtworzyć i nadzorować przyjętą strategię spółki (spójną ze strategią właściciela – JST), działać w oparciu o własne doświadczenie i wiedzę na temat specyfiki nadzoru nad tego typu podmiotami, a także zapisami KSH.

Rezultaty badań własnych empirycznych wskazują na małą efektywność mechanizmów nadzorczych generowanych przez tę instytucję⁴.

³ Np. maksymalizacja podaży usług przy akceptowalnej cenie czy pojęcie rekompensaty z uwzględnieniem rozsądnego zysku [przypis autora].

⁴ **K. Barwacz**, *Efektywność mechanizmów nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych sektora komunalnego*, niepublikowana rozprawa doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2009.

Ponadto, w Katedrze Zarządzania Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie realizowany jest projekt badawczy pt. *Badanie efektywności systemu nadzoru właścicielskiego przedsiębiorstw* [przypis autora].

Obserwując praktykę gospodarczą czy wyniki badań, dotyczące efektywności wewnętrznych mechanizmów nadzorczych, należy w większym niż dotąd stopniu uwzględnić podmiotowy aspekt nadzoru i zarządzania, ze zwróceniem uwagi szczególnie na interes właścicieli oraz na rolę, jaką odgrywają w zakresie kształtowania modelu biznesu spółek JST⁵.

3. Istota funkcjonowania specjalnych spółek komunalnych

W ostatnich kilku latach zaobserwować można było zjawisko wzmocnienia pozycji podmiotów gospodarczych z udziałem samorządów lokalnych, poprzez powierzanie spółkom ze 100% udziałem JST realizacji zadań na podstawie tzw. zamówienia *in house*. Forma ta zyskała obecnie duże znaczenie w zakresie organizacji przez samorzady gospodarki odpadami wg nowej ustawy śmieciowej. Znana była jednak już wcześniej, przy organizacji transportu zbiorowego, na podstawie ustawy o publicznym transporcie zbiorowym, gdzie wprowadzono pojęcie podmiotu wewnętrznego.

Przepisy te, chociaż formalnie zgodne są z ustawodawstwem Unii Europejskiej⁶, nasuwają w kręgach liberalnych szereg wątpliwości i wywołują wiele emocji. Spółki te są szczególnie narażone na zarzuty nieuczciwej konkurencji czy pobierania pomocy publicznej w formie rekompensaty.

Przedsiębiorstwa publiczne, usługi publiczne oraz usługi świadczone w ogólnym interesie gospodarczym – to struktury, na które władze publiczne w pierwszej kolejności wywierają dominujący wpływ. Mimo że reguły konkurencji winny mieć do nich zastosowanie, to mogą zostać uchylone wobec usług świadczonych w ogólnym interesie gospodarczym (UOIG), o ile utrudniałyby realizację celów tych usług. Następuje więc ograniczenie konkurencyjności w imię ogólnego interesu gospodarczego. Sytuacja taka ma niewiele wspólnego z refleksją na temat kryteriów oceny konkurencyjności. Można jedynie stwierdzić, że dyskusja na temat istoty ogólnego interesu gospodarczego może

⁵ L. Koziół, *Struktura własności i jej implikacje dla nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.

⁶ Decyzja Komisji UE z dn. 20 grudnia 2011 r. w sprawie stosowania art. 106 ust. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej do pomocy państwa w formie rekompensaty z tytułu świadczenia usług publicznych, przyznawanej przedsiębiorstwom zobowiązanym do wykonywania usług świadczonych w ogólnym interesie gospodarczym. Notyfikowana jako dokument nr C(2011) 9380. Tekst mający znaczenie dla EOG 2012/21/UE [przypis autora].

być pomocna w zdefiniowaniu tych kryteriów, ale nie zastąpi solidnej refleksji na temat konkurencyjności w imię interesów JST.

Zwolennicy zamówienia *in house* uważają, że kryterium tym może być formuła *the best value for money*, czyli: najlepsza jakość za określone pieniądze, będąca fundamentem optymalizacji efektywności sektora samorządowego⁷. Aczkolwiek uniwersalnym rozwiązaniem, uwzględniającym interes JST jako właściciela tych podmiotów, wydają się zapisy ustaw określające standardy funkcjonowania szeroko rozumianej gospodarki komunalnej. Dlatego też, intencją ustawodawcy było pogodzenie tych dwóch grup kryteriów i stworzenie możliwości maksymalizacji podaży przy akceptowalnej cenie, w połączeniu z najlepszą jakością tych usług. Precyzyjne określenie tych kryteriów zostanie omówione w następnym rozdziale.

Zamówienia *in house* są obecnie popularnym sposobem realizacji zadań publicznych, z uwagi na następujące zalety:

1. Wykonawca zadania to podmiot wewnętrzny, który jest odrębną od samorządu osobą prawną, powołaną zgodnie z Kodeksem Spółek Handlowych (KSH) – Sp. z. o.o. lub SA.
2. Pomimo że strony zamówienia *in house* posiadają osobowość prawną, nie jest ono udzielane w oparciu o przepisy prawa zamówień publicznych.
3. Podstawą takiego zlecenia jest uchwała organu stanowiącego (Rady Gminy), który powierza podmiotowi wewnętrznemu realizację zadania.

Aby spółka prawa handlowego mogła być uznana za podmiot wewnętrzny, musi spełnić następujące warunki⁸:

1. JST musi sprawować kontrolę nad powołanym w formie spółki prawa handlowego podmiotem wewnętrznym, analogiczną jak nad własnymi służbami.
2. Spółka – podmiot wewnętrzny winien wykonywać przeważającą część swojej działalności na rzecz samorządu.

⁷ M. Szczubiał, *Spółki pod specjalnym nadzorem*, Wspólnota – Pismo Samorządu Terytorialnego, Gospodarka i Finanse, z dn. 20.12.2012 r.; www.wspolnota.org.pl; stan na dzień 18.01.2014 r.

⁸ Podmiot wewnętrzny – to odrębna prawnie jednostka, podlegająca kontroli właściwego organu lokalnego, analogicznej do kontroli, jaką sprawują one nad własnymi służbami (rozporządzenia WE nr 1370/2007 Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 23 października 2007 r.). Ta bardzo ogólna definicja wynika z tego, że przepisy rozporządzenia są bezpośrednio stosowane przez kraje członkowskie, a w tych funkcjonują jednostki w różnych formach prawnych. Zatem w każdym państwie powołana definicja powinna zostać dostosowana do obowiązującego krajowego porządku prawnego.

Pomimo że Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE), pozostawia w kompetencji państw członkowskich określenie zadań realizowanych w interesie ogólnym oraz ustanowienie zasad organizacyjnych w odniesieniu do konkretnych usług, państwa członkowskie muszą uwzględniać prawo wspólnotowe, gdyż wszelka działalność w tym zakresie na danym rynku stanowi zasadniczo działalność gospodarczą, niezależnie od statusu prawnego danego przedsiębiorstwa i sposobu jego finansowania.

Uwzględniając zatem ustawę o gospodarce komunalnej, należy przyjąć, że podmiotem wewnętrznym mogą być kapitałowe spółki prawa handlowego, których akcje lub udziały należą w 100% do JST. Przyjęcie takich przesłanek stało się istotnym wyznacznikiem dla prowadzenia polityki gospodarczej samorządu. Ustawodawstwo UE, dopuszczając taką formę zlecenia usług świadczonych w ogólnym interesie gospodarczym, umożliwiło w obecnych uwarunkowaniach makroekonomicznych Polski (udział sektora publicznego, w tym samorządowego, w gospodarce rośnie) nader częste korzystanie z tego przywileju.

Obiektywnymi przesłankami stosowania zamówienia *in house*, na co zwracają uwagę przepisy UE, są⁹:

- konieczność zapewnienia ciągłości i pewności realizacji zadania publicznego;
- znaczna wartość oraz stopień złożoności infrastruktury niezbędnej do realizacji zadania publicznego;
- niski stopień konkurencyjności na rynku podmiotów realizujących zadanie publiczne.

Wszelkie interpretacje dotyczące tego typu usług zwracają uwagę na fakt, że zamówienie *in house* powinno być traktowane jako wyjątek, a nie reguła, bowiem stanowi zagrożenie dla lokalnej konkurencji.

Prezentowana powyżej wykładnia prawna funkcjonowania SSK, zgodna z ustawodawstwem Unii Europejskiej budzi jednak zastrzeżenia¹⁰. Spółki te są bowiem szczególnie narażone na zarzuty nieuczciwej konkurencji czy pobierania pomocy publicznej w formie rekompensaty. Pozbawiając rynek elementów konkurencyjności w konfrontacji z klientem, co zdaniem liberalnych praktyków gospodarczych jest elementem powrotu do systemu nakazowo-rozdzielczego

⁹ M. Szczubiał, *Spółki...*

¹⁰ Decyzja Komisji UE z dn. 20 grudnia 2011 r.

z inionej epoki, daje uprzywilejowaną pozycję spółkom sektora publicznego, ogranicza funkcjonowanie mechanizmów rynkowych.

4. Propozycja determinant efektywności nadzoru właścicielskiego SSK

Zarówno teoretycy, jak i praktycy zarządzania, nie kwestionują konieczności realizacji niektórych działań gospodarczych przez sektor publiczny, np. przez spółki prawa handlowego z większościowym udziałem skarbu państwa czy samorządu terytorialnego. Poszerzenie jednak tej listy, poprzez ustawodawstwo wewnętrzne państw członkowskich UE i określenie różnego rodzaju warunków uprzywilejowania (np. sposób sprawowania specyficznej kontroli czy sposób określenia rekompensaty), powoduje konieczność zmiany sposobu sprawowania nadzoru właścicielskiego, wzbogacając go o nowe mechanizmy dla tego typu spółek.

Historycznie, na podstawie analizy literatury i prowadzonych badań własnych, dla oceny efektywności nadzoru właścicielskiego spółek komunalnych, przyjmowano następujące kryteria adekwatne dla sektora komunalnego¹¹:

1. Określanie celów spółek komunalnych.
2. Wpływ grup interesariuszy na decyzje podejmowane przez zarząd.
3. Współpraca rady nadzorczej i zarządu spółki.
4. Cechy kompetencyjne członków rady nadzorczej.
5. Sposoby wynagradzania członków zarządu.
6. Stopień oddziaływania zewnętrznych instytucji nadzorczych.
7. Bariery utrudniające uczestnictwo spółki na rynkach kapitałowych.
8. Jakość prowadzonych audytów i badań bilansów rocznych.
9. Polityka informacyjna prowadzona przez zarząd.

Przedstawione powyżej kryteria oceny efektywności nadzoru właścicielskiego są właściwe dla spółek sektora komunalnego, w których JST posiada większościowy udział w strukturze własności, a spółki działają na rynku konkurencyjnym (nawet jeśli on chwilowo nie występuje).

Współcześnie, wobec narastającej złożoności funkcjonowania przedsiębiorstw, problematyka ewaluacji efektywności nadzoru właścicielskiego winna

¹¹ K. Barwacz, *Efektywność...*, s. 196–199.

być ukierunkowana na wielowymiarową jej ocenę. Opracowanie metodyki ewaluacji nakierowanej na określenie jej syntetycznej miary jest rzeczą trudną.

Zagadnienie to jest obecnie popularnym obszarem zainteresowania nauk o zarządzaniu, szukających zagregowanej oceny funkcjonowania przedsiębiorstwa w wielu wymiarach. Dynamika procesów gospodarczych spowodowała zapotrzebowanie na tego typu ocenę, uwzględniającą, z jednej strony, wielowymiarowość, a także różnorodność organizacji, takich jak: jednostki sektora finansów publicznych, przedsiębiorstwa rynkowe, czy różnego rodzaju instytucje. W literaturze zagranicznej znaleźć można kilka opracowań dotyczących tego zagadnienia, które swymi korzeniami tkwią w koncepcji zarządzania strategicznego i dotyczą poszczególnych jego wymiarów. Np. wymiar personalny – *kompetencje dyrektorskie* (Demerijan P., Lev B., McVay S. 2012), wymiar informacyjny – *strategie rynkowe* (Ching A.T., Ishihara M. 2012), czy wymiar organizacyjny – *dynamiczne możliwości* (Wang C.L., Ahmed P.K. 2007). Również w literaturze polskiej znaleźć można zaawansowane opracowania na temat badania wyników różnego rodzaju organizacji z wykorzystaniem oceny agregatowej¹².

Na podstawie analizy literatury i badań własnych, prowadzonych w ramach projektu badawczego realizowanego w Małopolskiej Wyższej Szkole Ekonomicznej w Tarnowie, podjęta została przez zespół badawczy próba opracowania uniwersalnej metody oceny efektywności nadzoru właścicielskiego nad spółkami komunalnymi, które – ze względu na swoją specyfikę – wymagają zastosowania podejścia wielowymiarowego.

Na potrzeby prowadzonych badań wyodrębniono następujące wymiary:

- ekonomiczno-społeczny,
- organizacyjno-prawny,
- informacyjny,
- produkcyjno-techniczny.

Każdemu z nich przypisano determinanty określające poszczególne obszary wymiaru, a następnie dokonano wyboru kryteriów oceny.

Obszar badawczy, związany z realizacją celów artykułu, jest dużo skromniejszy i obejmuje wymiary ekonomiczno-społeczny i skorelowany z nim wymiar organizacyjno-prawny. Zaś obszarem łączącym oba wymiary jest sposób pracy rad nadzorczych. Badania w swym zakresie objęły dwie spółki

¹² A. Stabryła, *Metodyka oceny osiągnięć przedsiębiorstwa*, Zarządzanie i Finanse 2013/4/1.

z o.o., mające decyzją organu stanowiącego status podmiotu wewnętrznego realizującego zamówienie *in house*, a zajmujące się gospodarką odpadami.

Zastosowane podejście badawcze obejmuje: analizę ustawodawstwa europejskiego, polskiego i lokalnego, analizę dokumentacji spółek, a także praktyczną metodę ekspercką, technikę wywiadu i obserwacji.

Dokonanie oceny efektywności nadzoru właścicielskiego dla SSK rozpoczęto od ustalenia w kolejności: wymiarów, ich obszarów (sfer), determinant oraz kryteriów oceny. Określenie determinant i kryteriów oceny wymagało zastosowania metody eksperckiej i pozwoliło, w wyniku zadawania serii pytań skierowanych do celowo wybranej grupy ekspertów (prezesów spółek i członków rad nadzorczych, audytorów wewnętrznych JST, biegłych rewidentów, prawników), na uzyskanie zgodnych opinii co do ich ilości i rodzaju.

Syntezą tych działań było stwierdzenie, że kryterium oceny efektywności nadzoru właścicielskiego SSK, w wymiarze ekonomiczno-społecznym i organizacyjno-prawnym w obszarze sposobu pracy rady nadzorczej, winno mieć źródło w obowiązujących JST przepisach prawa, w zakresie zadań własnych i zleconych, wynikającego z przepisów ogólnych UE oraz krajowych.

Kryterium tym jest: zdolność do maksymalizacji podaży usług objętych zamówieniem *in house*, po akceptowalnej cenie (z uwzględnieniem uwarunkowań budżetu JST), w połączeniu z najlepszą ich jakością.

Stosunkowo duży stopień ogólności tego kryterium wynika z funkcji i celów JST, łączącej aspekty społeczne, ekonomiczne, prawne, a nawet polityczne, z uwzględnieniem ograniczeń wynikających z prawa budżetowego. Sytuacja taka jest wynikiem funkcjonowania samorządów w życiu gospodarczym w dwóch różnych, sprzecznych rolach:

- przedsiębiorcy, który powinien być zorientowany na maksymalizację zysku;
- reprezentanta interesów społeczności lokalnej, który musi uwzględniać priorytety swoich wyborców.

Kryteria oceny efektywności nadzoru właścicielskiego SSK wynikać winny ze spójnych celów stawianych samorządom przez obowiązujące ustawodawstwo i SSK – przez samorządy.

5. Wybrane instrumenty rachunkowości wspomagające mechanizmy nadzorcze w SSK

Specyfika nadzoru właścicielskiego SSK wynika z istoty i funkcji podmiotu wewnętrznego¹³. Szczególnie warunek dotyczący – specyficznej jak dla spółek prawa handlowego – kontroli powoduje zmianę sposobu sprawowania nadzoru właścicielskiego, szczególnie przez instytucję rady nadzorczej. Instytucja ta, zdaniem autorów, jak również w opinii wielu teoretyków i praktyków, jest bowiem najważniejsza¹⁴.

Instytucja rady nadzorczej jest źródłem kilku wewnętrznych mechanizmów nadzoru właścicielskiego. Przyjęte kryterium oceny, jakim jest zdolność do maksymalizacji podaży usług objętych zamówieniem *in house*, po akceptowalnej cenie (z uwzględnieniem uwarunkowań budżetu JST), w połączeniu z najlepszą ich jakością, odniesione zostało do mechanizmu dotyczącego szeroko pojętego sposobu pracy rad nadzorczych. Mechanizm ten, z uwagi na specyfikę SSK, powinien charakteryzować się wysoką efektywnością. Specyfika tego mechanizmu wynika z istoty podmiotu wewnętrznego, zmuszającego do sprawowania nadzoru zbliżonego do kontroli obowiązującej w jednostkach sektora finansów publicznych.

W dokonanej analizie funkcjonowania rad nadzorczych ww. spółek, wykorzystano, oprócz obserwacji i wywiadu, analizę protokołów posiedzeń rad nadzorczych. Poruszane kwestie dotyczyły sposobu pracy rady nadzorczej i wykorzystania odpowiednich mechanizmów nadzorczych do sprawowania specyficznej formy kontroli.

Kluczowym problemem sprawowania nadzoru przez radę nadzorczą w SSK okazała się metodologia nadzoru i kontroli prawidłowości obliczania kwoty rekompensaty¹⁵. Kwota rekompensaty nie może przekraczać kwoty niezbędnej

¹³ JST musi sprawować kontrolę nad powołanym w formie spółki prawa handlowego podmiotem wewnętrznym, analogiczną jak nad własnymi służbami oraz spółka – podmiot wewnętrzny winien wykonywać przeważającą część swojej działalności na rzecz samorządu [przypis autora].

¹⁴ **M. Jerzemska**, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD w świetle globalnego kryzysu finansowego*, [w:] **P. Urbanek** (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.

¹⁵ W przypadku niektórych usług świadczonych w ogólnym interesie gospodarczym, wykonywanie ich na zasadach i warunkach umożliwiających wypełnienie związanych z nimi zadań może wymagać wsparcia finansowego ze strony organów publicznych, o ile przychody

do pokrycia kosztów netto wywiązywania się z zobowiązań z tytułu świadczenia usług publicznych wraz z tzw. rozsądnym zyskiem¹⁶. Regulacje prawne i mechanizmy obliczania rekompensaty nie są narzędziami służącym ochronie finansów publicznych, a mechanizmami ochrony rynku. Z tego powodu przepisy dotyczące rekompensat powinny być interpretowane w kontekście wpływu na konkurencję na rynku. Parametry, na podstawie których obliczona jest rekompensata, muszą być wcześniej ustalone w obiektywny i przejrzysty sposób, tak aby nie powodowała ona powstania dodatkowej korzyści ekonomicznej, która mogłaby powodować uprzywilejowanie przedsiębiorstwa będącego beneficjentem, względem przedsiębiorstw z nim konkurujących.

Jak już wcześniej wspomniano, z uwagi na ograniczenia wynikające z istoty artykułu, a także gradację problemów nadzoru SSK, cel opracowania jest dużo skromniejszy i dotyczy wyłącznie instrumentów rachunkowości, wspomagających efektywność mechanizmu nadzorczego, jakim jest sposób pracy rady nadzorczej w obszarze prawidłowości przyznanej i realizowanej rekompensaty. Przyjęcie takiego stanowiska było wynikiem zastosowania metody eksperckiej, tym razem w obszarze wyboru instrumentów wspomagających identyfikację przychodów i kosztów na potrzeby kontroli rekompensaty¹⁷. Zdaniem ekspertów, najefektywniejszymi instrumentami do kontroli spółki w zakresie wyliczenia i realizacji rekompensaty są narzędzia rachunkowości zarządczej, dostosowane do specyfiki świadczenia pieniężnego, odzwierciedlającego rachunek kosztów, i przyjętego tzw. rozsądnego zysku.

z tytułu świadczenia tych usług nie pozwalają na pokrycie kosztów związanych z wywiązywaniem się z zobowiązań z tytułu świadczenia usług publicznych. Art. 14 (2) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, przywołanie za: Dz.U. UE 2012/21/UE, Decyzja C (2011) 9380.

¹⁶ Rozsądny zysk jest stopą zwrotu z kapitału, której wymagałoby typowe przedsiębiorstwo podczas podejmowania decyzji, czy świadczyć usługi w ogólnym interesie gospodarczym przez cały okres powierzenia, przy uwzględnieniu poziomu ryzyka. Stopa zwrotu z kapitału oznacza wewnętrzną stopę zwrotu (IRR), jaką osiąga przedsiębiorstwo z zainwestowanego kapitału w całym okresie powierzenia. Poziom ryzyka zależy od danego sektora, rodzaju usług oraz cech charakterystycznych rekompensaty. Należy przy tym zaznaczyć, że rozsądny zysk nie może być utożsamiany z wynikiem finansowym (zyskiem bilansowym) i stanowi odrębną od niego kategorię ekonomiczną. Dz.U. UE 2012/21/UE, Decyzja C (2011) 9380, Art. 5.

¹⁷ W tym przypadku grono ekspertów stanowili biegli rewidenci i audytorzy wewnętrzni [przypis autora].

Zagadnienia te wymagają od członków rad nadzorczych pogłębionej wiedzy z zakresu rachunkowości finansowej, zarządczej, jak i budżetowej, bowiem rekompensata stanowi kategorię wydatku po stronie budżetu JST i przychodu po stronie SSK.

Wybór instrumentów rachunkowości zarządczej wydaje się adekwatny do oczekiwań właściciela, jak i zarządu, w stosunku do funkcji kontrolnej rady nadzorczej. Rachunkowość zarządcza wpisuje się bowiem w realizowane funkcje rady nadzorczej, szczególnie dotyczące nadzoru i kierowania¹⁸. Nadzór nad efektywną alokacją zasobów SSK, które powstają w rezultacie wydatkowania środków publicznych z budżetu JST, czyni go procesem skomplikowanym, bo funkcjonującym w obszarze dwóch odmiennych struktur rachunkowości: finansowej i budżetowej. Dlatego też, rachunkowość zarządcza, która korzysta z ustaleń obydwu rachunkowości, posiadając wspólne z nimi podstawy metodologiczne, spełnia funkcję integrującą obydwa obszary¹⁹.

W przeważającej liczbie zebranych opinii ekspertów dominował pogląd, że najodpowiedniejszymi instrumentami rachunkowości zarządczej w obszarze kontroli określania struktury rekompensaty i jej wydatkowania są:

1. Rachunek kosztów docelowych (*target costing*) – z uwagi na eksponowanie w tej koncepcji funkcji planowania i projektowania kosztów dotyczących przyszłych procesów gospodarczych. Jest to odpowiednie narzędzie do długookresowego zarządzania kosztami jeszcze w fazie wstępnej planowania, bowiem koncepcja ta zakłada, że głównymi determinantami badanych kosztów są: planowana cena rynkowa usługi i przyjęty tzw. rozsądny zysk.
2. Strategiczna karta wyników (*Balanced Scorecard* – BSC) – stanowi odpowiednie narzędzie do weryfikacji realizowanych długoterminowych celów strategicznych z krótkookresowymi miernikami dokonań, np. w obszarze stopnia realizacji rekompensaty za UOIG. Ponadto, narzędzie to pozwala na ocenę działalności przedsiębiorstwa również wg miar niefinansowych, co dla SSK (jak i całego sektora komunalnego) ma kapitalne znaczenie, z uwagi na przyjętą spójność celów JST i spółek.

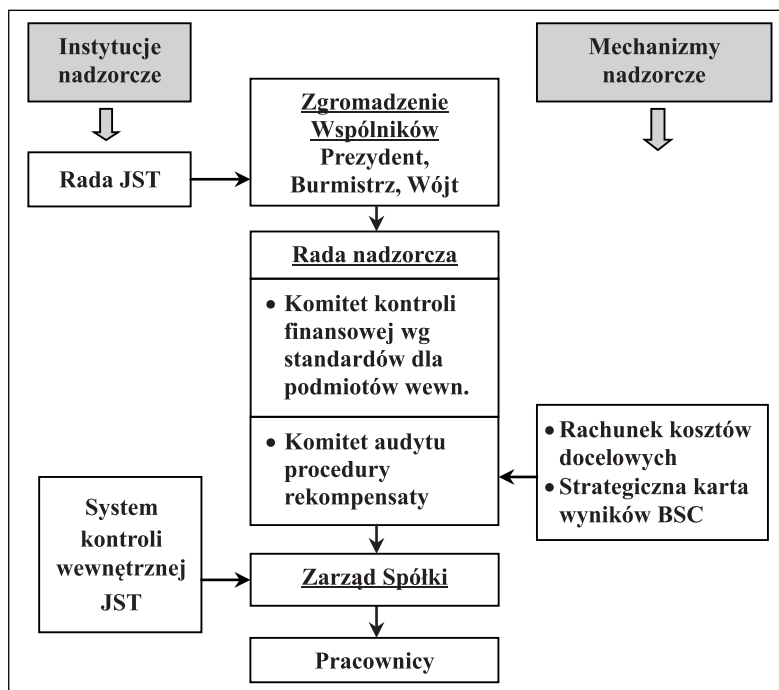
Uwzględniając istniejące sposoby sprawowania nadzoru w spółkach komunalnych, a także zaprezentowane powyżej instrumenty rachunkowości zarządczej, wynikające z przeprowadzonych badań SSK, opracowano ramowy

¹⁸ L. Kozioł, W. Zych, *Dualistyczny i monistyczny system nadzoru i zarządzania w przedsiębiorstwie*, Zeszyty Naukowe MWSE w Tarnowie 2009/1(12), s. 297.

¹⁹ B. Micherda, *Współczesna analiza finansowa*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2004, s. 44.

model układu struktury nadzorczej, wraz z wspomagającymi mechanizmami nadzorczymi dla tego typu spółek²⁰.

WYKRES 1: Ramowy model układu struktury nadzorczej dla SSK, uwzględniający instrumenty rachunkowości zarządczej dla kontroli realizacji rekompensaty za UOIG



Źródło: oprac. własne.

Przedstawiony powyżej ramowy model struktury nadzorczej SSK eksponuje instrumenty rachunkowości zarządczej w postaci rachunku kosztów docelowych i BSC, które, zdaniem respondentów biorących udział w metodzie eksperckiej, stanowią podstawę do wsparcia efektywnego działaniach rad nadzorczych. Celami stawianymi przed ww. narzędziami jest dostarczenie członkom organów nadzorczych informacji pozwalających ocenić stopień

²⁰ K. Barwacz, *Nadzór właścicielski nad specjalnymi spółkami komunalnymi realizującymi zamówienia in house*, Zeszyt Naukowy MWSE w Tarnowie 2013/2 (23), s. 40.

realizacji celów nadzorowanej SSK i ich spójności z celami JST (jako samorządu lokalnego i właściciela).

6. Zakończenie

Funkcjonowanie SSK, realizujących UOIG i pobierających za nie świadczenie w postaci rekompensaty, jest zagadnieniem nowym i słabo rozpoznanym. Odmiennie niż dla innych podmiotów gospodarczych standardy rachunkowości dodatkowo komplikują powyższe zagadnienie. Sprawozdania finansowe, sprawozdania zarządu z działalności spółki nie są materiałami wystarczającymi do dokonania prawidłowej kalkulacji rekompensaty. Wynika to z faktu, że ich tworzenie regulowane jest przepisami prawa bilansowego oraz przepisami KSH, a przedmiotem regulacji tych aktów prawnych nie jest rekompensata, ale prawidłowe przedstawienie sytuacji finansowej i majątkowej spółki jako osoby prawnej. Z tego względu zasadą jest, że przy kalkulacji rekompensaty dokumenty te mają znaczenie wtórne i pomocnicze, a dane zazwyczaj prezentowane są w odmiennych układach (rachunek kosztów nie jest elementem sprawozdania finansowego).

Dlatego też, istotnym i wymaganym jest, aby obok sprawozdawczości bilansowej i podatkowej, przedsiębiorstwo prowadziło dodatkowo odrębną sprawozdawczość, zgodną z wymogami Decyzji KE 2012/21/UE i na potrzeby kalkulacji rekompensaty.

Bibliografia

Akty prawne:

Rozporządzenia (WE) nr 1370/2007 Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 23 października 2007 r.

Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, Dz.U. UE C115 z 9 maja 2008 r.

Ustawa o gospodarce komunalnej, Dz.U. z 2011 r., Nr 45. poz. 236.

Ustawa o samorządzie gminnym, Dz.U. z 2013 r., Nr 0. poz. 594.

Opracowania:

Barwacz K., *Efektywność mechanizmów nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych sektora komunalnego*, rozprawa doktorska, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009.

- Barwacz K.**, *Nadzór właścicielski nad specjalnymi spółkami komunalnymi realizującymi zamówienia in house*, Zeszyt Naukowy MWSE w Tarnowie 2013/2 (23).
- Ching A.T., Ishihara M.**, *Measuring the Informative and Persuasive Roles of Detailing on Prescribing Decisions*, Management Science 2012/58/7.
- Demerijan P., Lev B., McVay S.**, *Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests*, Management Science 2012/58/7.
- Jerzemska M.**, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD w świetle globalnego kryzysu finansowego*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.
- Koziol L.**, *Struktura własności i jej implikacje dla nadzoru korporacyjnego*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.
- Koziol L., Zych W.**, *Dualistyczny i monistyczny system nadzoru i zarządzania w przedsiębiorstwie*, Zeszyty Naukowe MWSE w Tarnowie 2009/1 (12).
- Micherda B.**, *Współczesna analiza finansowa*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2004.
- Stabryła A.**, *Metodyka oceny osiągnięć przedsiębiorstwa*, Zarządzanie i Finanse 2013/4/1.
- Wang C.L., Ahmed P.K.**, *Dynamic Capabilities: A Review and Research Agenda*, International Journal of Management Reviews 2007/1/9.

Strony internetowe:

- Szczubiał M.**, *Spółki pod specjalnym nadzorem*. Wspólnota – Pismo Samorządu Terytorialnego, Gospodarka i Finanse 20.12.2012, www.wspolnota.org.pl; stan na dzień: 18.01.2014 r.

Kazimierz BARWACZ
Leszek KOZIOL

**ACCOUNTING INSTRUMENTS SUPPORTING SUPERVISORY MECHANISMS
IN SPECIAL MUNICIPAL COMPANIES**

(Summary)

The article presents discussion around the essence and meaning of the privatization of public aims. The presentation of methods of their privatization, and detailed analysis of popular so-called: order “in house”. The entire problem was presented in the context of the performance of the owner’s supervision over a company performing this type of order. Further, the article presents the case study of functioning of this type of companies and presents the model of the supervisory structure on the example of research of empirical municipal companies end tools of the accountancy helping supervisory mechanisms in special municipal companies. The final part of the article presents conclusions from the research.

Keywords: corporate governance, mechanisms of the owner’s supervision, municipal economy, effectiveness of supervisory mechanisms, capital companies of the municipal sector

Tadeusz DUDYCZ*

RAPORTOWANIE PARAMETRÓW EMISJI WARUNKIEM WZROSTU RACJONALNOŚCI INWESTORÓW

Słowa kluczowe: IPO, prospekt emisyjny, GPW, agio

1. Wstęp

Pierwsze wprowadzenie akcji do publicznego obrotu nazywane jest debiutem giełdowym lub IPO (ang. *Initial Public Offering*). Generalnie przedsiębiorstwa decydują się na debiut giełdowy z dwóch powodów:

- w celu zwiększenia kapitałów przedsiębiorstwa z przeznaczeniem na nowe inwestycje (oferta pierwotna),
- w celu zwiększenia funduszy istniejących udziałowców – w tym funduszy Venture Capital, rządu, przy prywatyzacji (oferta wtórna).

Nabywcy akcji w ofercie pierwotnej oczekują, że przedsiębiorstwo posiada atrakcyjne programy inwestycyjne, dzięki którym ich fundusze zostaną dobrze zainwestowane, przynosząc ponadprzeciętne korzyści. Natomiast nabywcy akcji w ofercie wtórnej są przekonani, że kapitały już są dobrze ulokowane (w istniejących aktywach), tak że kupując akcje nawet powyżej ich wartości nominalnej, uzyskają stopę zwrotu wyższą od kosztu ich kapitału.

Jednak z wchodzeniem firm na giełdę związany jest szereg niewystarczająco dotąd wyjaśnionych zjawisk, z których szczególne zainteresowanie budzą dwa. Pierwszym jest tzw. zysk pierwszego dnia, tj. powszechne, występujące pod koniec pierwszego dnia notowań, zawyżenie ceny akcji debiutujących przedsiębiorstw względem ceny emisyjnej. Jednymi z pierwszych, którzy

* Dr hab. prof. nadzw., Zakład Zarządzania Finansami, Politechnika Wroclawska; e-mail: tadeusz.dudycz@pwr.wroc.pl

zbadali to zjawisko byli Ibbotson i in. (1994), a przegląd wyników badań przeprowadzonych w różnych krajach, dowodzących powszechności tego zjawiska, podali Jenkinson i Ljungqvist (2001). Ostatnie badania potwierdzające to zjawisko dla rynku polskiego przeprowadzili Jewartowski i Lizińska (2012). Drugim zjawiskiem jest powszechne występowanie długoterminowego zwrotu z akcji debiutujących na giełdzie przedsiębiorstw niższego od zwrotu z indeksów giełdowych. Wykazały to wczesne wyniki uzyskane przez Ritter (1991) oraz Ritter i Welch (2002) dla przedsiębiorstw debiutujących w USA. Podobne wyniki uzyskano dla Wielkiej Brytanii: Levis (1993), Espenlaub i in. (2000); Francji: Chahine (2008); Hiszpanii i Niemiec: Jaskiewicz i in. (2005). Przekrojowe badania, potwierdzając występujące zniżenie wyników inwestowania w akcje IPO, w stosunku do wyników inwestowania w zdywersyfikowany portfel rynkowy, dla 15 państw europejskich przeprowadzili Gajewski i Gresse (2006). Także w Polsce badania, które przeprowadzili: najpierw Aussenegg (2000), Jelic i Briston (2003), Lyn i Zychowicz (2003), a ostatnio Jewartowski i Lizińska (2012), potwierdziły to zjawisko. Przyczyn występowania tych zjawisk wielu autorów – Ritter i Welch (2002), Gajewski i Gresse (2006), Ljungqvist (2004) – upatruje w czynnikach behawioralnych, związanych z popełnianiem przez inwestorów systematycznych błędów, które wzajemnie się nie znoszą, a wprost przeciwnie: sprawiają, że racjonalność przeciętnego inwestora jest zaburzona.

Omówionych powyżej zjawisk: zysku pierwszego dnia i długoterminowego zwrotu niższego od zwrotu z indeksu, nie można jednak rozpatrywać osobno, gdyż ich przyczyny mogą mieć to samo źródło – błędy behawioralne popełniane przez inwestorów, wpływające na ich nieracjonalne decyzje związane z nabywaniem akcji nowych emisji. Zła ocena spółki w momencie debiutu i powierzenie jej zbyt dużych ilości kapitału będą wywierały wpływ na efektywność inwestowania i osiągania długoterminowych sukcesów. W związku z powyższym, kluczowe znaczenie ma ocena realności efektywnego zainwestowania uzyskanych podczas debiutu funduszy oraz warunków, na jakich nowi inwestorzy powierzają emitentom swoje fundusze. Sprzyjać temu może właściwe raportowanie sytuacji finansowej debiutujących spółek oraz parametrów nowej emisji, gdyż – zgodnie z teorią finansów behawioralnych – sposób podania informacji wywiera duży wpływ na jej percepcję. Problem ten dostrzegają również Parlament Europejski i Rada Unii Europejskiej, które – wychodząc naprzeciw potrzebom informacyjnym inwestorów, jak również

w celu zminimalizowania popełnianych przez nich błędów – wydały: Dyrektywę 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych¹ oraz Rozporządzenie Komisji nr 809/2004 wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam². W podanej Dyrektywie pkt 20 mówi: „Takie informacje, które muszą być wystarczające i możliwie najbardziej obiektywne w zakresie sytuacji finansowej emitenta i praw związanych z papierami wartościowymi, powinny być przedstawiane w zrozumiałej formie umożliwiającej łatwą analizę.”, a w pkt 21 podano: „Informacja jest kluczowym elementem ochrony inwestorów; w prospekcie emisyjnym powinno znajdować się podsumowanie zawierające podstawowe właściwości i przedstawiające ryzyko związane z emitentem, wszelkimi poręczycielami i papierami wartościowymi. W celu zapewnienia łatwego dostępu do tych informacji, podsumowanie powinno być napisane językiem nietechnicznym i zwykle objętość nie powinna przekraczać 2500 wyrazów w języku, w jakim prospekt emisyjny został pierwotnie sporządzony”. W Rozporządzeniu zaś w pkt 2 uzupełniono: „W zależności od rodzaju emitenta i typu papierów wartościowych należy ustanowić klasyfikację minimalnych wymogów informacyjnych, odpowiadającą schematom, które są najczęściej stosowane w praktyce”.

Celem niniejszego artykułu jest wykazanie konieczności umieszczenia w podsumowaniu prospektu emisyjnego, zgodnie z sugestią zawartą w Rozporządzeniu KE, informacji o konsekwencjach wynikających z płacenia przez inwestorów ceny emisyjnej wyższej od ceny nominalnej. Nośnikiem takiej informacji może być zaproponowany w artykule „wskaźnik przejęcia”. Dodatkowo należy umieszczać informacje o wielkości emisji w stosunku do posiadanych kapitałów. Konieczność ta wynika z następujących przesłanek:

- 1) mechanizm agio sprawia, że duża część kapitału wnoszonego przez nowych akcjonariuszy pracuje na akcje dotychczasowych akcjonariuszy, w związku z czym tylko zainwestowanie nowego kapitału w inwestycje przynoszące stopę zwrotu wielokrotnie przewyższającą średnią rynkową

¹ Dz.U. UE L 345/64 z dn. 31.12.2003 r.

² Dz.U. UE L 149/1 z dn. 30.4.2004 r.

umożliwiłoby uzyskanie przez nowych akcjonariuszy stopy zwrotu na oczekiwanym poziomie;

- 2) brak jasnych informacji o wielkości pozyskiwanego kapitału, w stosunku do posiadanego, sprzyja popełnieniu wielu błędów behawioralnych przez nowych inwestorów, w wyniku czego powierzają oni swoje kapitały debiutującym przedsiębiorstwom w takiej ilości, że istnieje duże prawdopodobieństwo, że emitenci nie będą w stanie efektywnie go zainwestować.

Cel artykułu realizowany będzie w dwóch krokach. W pierwszej kolejności, na przykładzie spółki SELENA FM SA, debiutującej na GPW w 2008 roku, zaprezentowane zostaną konsekwencje wynikające z płacenia przez inwestorów ceny emisyjnej wielokrotnie przewyższającej cenę nominalną akcji. Przykład ten posłuży do zaproponowania wskaźnika, którego wartość poznawcza syntetycznie ujmie powyższe konsekwencje. W kolejnym kroku zostanie wykazane, że zjawiska omówione na przykładzie spółki SELENA FM SA występują powszechnie na GPW, co rodzi konieczność podjęcia działań ograniczających ich negatywne skutki dla inwestorów zgodnie z intencją podanej wcześniej Dyrektywy 203/71/WE.

Badania zostały przeprowadzone na próbie 100 przedsiębiorstw debiutujących na GPW w latach 2006–2008. Wybrano przedsiębiorstwa, których debiut na GPW połączony był z nową emisją akcji. Badania ograniczono do przedsiębiorstw debiutujących w okresie ostatniej hossy, ze względu na chęć uchwycenia zjawisk charakterystycznych dla tego okresu.

2. Konsekwencje płacenia przez inwestorów ceny emisyjnej wielokrotnie przewyższającej cenę nominalną – przykład SELENA FM SA

W 2008 roku Przedsiębiorstwo Seleno FM SA przeprowadziło publiczną ofertę 5 mln akcji o wartości nominalnej 0,05 zł każda. Debiut na GPW miał miejsce 18.04.2008 r. Cena emisyjna wynosiła 33 zł, a cena zamknięcia w dniu debiutu PDA wyniosła 32,25 zł. Jak widzimy w tab. 1, w wyniku nowej emisji akcji, kapitał zakładowy spółki wzrósł z 886 tys. zł do 1136 tys. zł, a więc o 28%. Nowi akcjonariusze uzyskali 22% udziału w kapitale zakładowym spółki. Jednak, sprzedając 22% udziałów, pierwotni właściciele spółki zwiększyli kapitały własne aż o 382%.

I tutaj rodzą się dwie podstawowe wątpliwości. Czy inwestorzy zdawali sobie sprawę ze skali kapitałów, jakie powierzają spółce, oraz z konsekwencji związanych z mechanizmem księgowania agio?

Pierwsza wątpliwość związana jest ze skalą pozyskanych w trakcie emisji kapitałów własnych. Jak już wspomniano wcześniej, w wyniku emisji zwiększono kapitały własne o 382%. Wzrost kapitałów własnych o 328% oznacza zwielokrotnienie skali działalności w krótkim okresie. Czy jakakolwiek firma jest w stanie przeprowadzić to w sposób bezproblemowy nie marnując pozyskanych środków?

TABELA 1: Bilans przedsiębiorstwa Seleno FM SA na dzień 31.12.2008 (dane w tys. zł)

	Rok zakończenia 2008.12.31	Rok zakończenia 2007.12.31	Zmiana 2008/2007
AKTYWA	197 235	84 838	232%
I. Aktywa trwałe	86 752	75 917	114%
II. Aktywa obrotowe	110 483	8 921	1 238%
PASYWA	197 235	84 838	232%
I. Kapitał własny	196 345	40 755	482%
1. Kapitał zakładowy	1 136	886	128%
2. Należne wpłaty na kapitał zakładowy (wielkość ujemna)			
3. Akcje (udziały) własne (wielkość ujemna)			
4. Kapitał zapasowy	201 156	32 630	616%
5. Kapitał z aktualizacji wyceny			
6. Pozostałe kapitały rezerwowe			
8. Zysk (strata) z lat ubiegłych		-694	
9. Zysk (strata) netto	-5 947	7 933	
10. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)			
IV. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	890	44 083	2%
1. Zobowiązania długoterminowe		42 554	
2. Zobowiązania krótkoterminowe	890	1 529	58%

Źródło: SELENA FM SA Sprawozdanie finansowe za rok zakończony dnia 31 grudnia 2008 r. wraz z opinią niezależnego biegłego rewidenta, <http://www.selena.com/>; stan na dzień 10.02.2014 r.

Druga wątpliwość jest jeszcze ważniejsza. Z jaką stopą zwrotu powinny zostać zainwestowane pozyskane w trakcie emisji kapitały, aby nabywca, płacący za nie 660-krotność ich wartości nominalnej (cena nominalna wynosi 0,05 zł, a cena emisyjna 33 zł), uzyskał przynajmniej stopę zwrotu na poziomie średniej rynkowej. Z każdych 33 zł zapłaconych za akcję tylko 0,05 zł zostanie zaksięgowane na kapitale podstawowym i będzie miało wpływ na udział w podziale zysków. Natomiast pozostałe 32,95 zł – po pomniejszeniu jeszcze o koszty emisji – zostanie zaksięgowane na kapitale zapasowym i prawa do tej części będą mieli wszyscy akcjonariusze proporcjonalnie do posiadanych udziałów w kapitale podstawowym.

Podsumowując opisane konsekwencje, widzimy, że nowi akcjonariusze zapłacili za 1 zł wartości nominalnej akcji 660 zł, natomiast po zaksięgowaniu nowej emisji, na jedną złotówkę posiadanego kapitału podstawowego przypada już tylko 172,81 zł (tab. 2), czyli nastąpił per saldo przepływ praw do kapitału od nowych akcjonariuszy do akcjonariuszy pierwotnych (starych). Możliwy jest oczywiście przepływ w odwrotną stronę, gdyby relacja ceny emisyjnej do nominalnej (CE/CN) była niższa od relacji wartości księgowej do ceny nominalnej (CK/CN). Skalę tego przepływu obliczymy, dzieląc relację cena emisyjna do ceny nominalnej przez relację wartość księgowa do ceny nominalnej, czyli:

$$\frac{172,81}{660} = 0,26 \text{ (26\%)}$$

TABELA 2: Pozostałe kapitały własne przed i po emisji

	Po emisji	Przed emisją
Kapitał własny	196 345	40 755
– Kapitał zakładowy	1 136	886
= Pozostały kapitał własny	195 209	39 869
Ilość akcji	22 724 000	17 724 000
Cena nominalna akcji	0,05	0,05
Cena emisyjna akcji	33	
Wartość księgowa jednej akcji	8,64	2,30
Cena emisyjna/cena nominalna (CE/CN)	660	
Wartość księgowa/cena nominalna	172,81	45,99

Źródło: oprac. własne.

Otrzymany wynik 0,26 pokazuje jaka część kapitałów wniesionych przez nowych akcjonariuszy będzie pracowała na ich akcje. Pozostała część została przejęta przez pierwotnych akcjonariuszy i będzie pracowała na korzyść ich udziałów. Jeżeli zatem tylko 26% wniesionych przez nowych akcjonariuszy kapitałów będzie pracowało na ich udziały, to aby mogli oni uzyskać stopę zwrotu z kapitału na poziomie średniej rynkowej, przedsiębiorstwo musiałoby zainwestować wniesione przez nich kapitały w inwestycje, które przyniosą stopę zwrotu czterokrotnie przewyższającą średnią rynkową, co oczywiście rodzi wątpliwości co do realności takich przedsięwzięć.

Można w takim razie stworzyć wskaźnik, umownie nazwany „wskaźnikiem przejęcia”, który pozwoli bezpośrednio śledzić konsekwencje wynikające z mechanizmu agio dla nowych akcjonariuszy.

$$\text{Wskaźnik przejęcia} = \frac{\frac{C_K}{C_N}}{\frac{C_E}{C_N}} = \frac{C_K}{C_E}$$

gdzie:

C_K – wartość (cena) księgową jednej akcji po zaksięgowaniu nowej emisji,

C_N – cena nominalna jednej akcji,

C_E – cena emisyjna jednej akcji.

Dla powyższego przykładu uzyskamy:

$$\text{Wskaźnik przejęcia} = \frac{8,64}{33} = 0,26$$

Uzyskany wynik jest oczywiście identyczny jak wyżej.

Przeprowadzona na powyższym przykładzie analiza warunków przeprowadzenia nowej emisji akcji przez spółkę debiutującą na giełdzie uwypukla dwa ważne aspekty związane z emisją, a mające kolosalne znaczenie dla oceny emisji z punktu widzenia nowych inwestorów. Pierwszy to ilość kapitałów, jakie powierza się spółce w wyniku przeprowadzonej emisji, w stosunku do kapitałów posiadanych. Natomiast drugi związany jest z ilością kapitału, jaka będzie pracowała na akcje nowych inwestorów, w stosunku do ceny jaką za nie zapłacili.

3. Powszechność występowania zjawisk omówionych na przykładzie SELENA FM SA

W punkcie tym zostanie potwierdzona hipoteza, że inwestorzy powszechnie powierzają debiutującym spółkom wielokrotnie więcej kapitału, niż posiadały one przed emisją, oraz, że tylko stosunkowo mała część kapitału wniesionego przez nowych inwestorów będzie pracowała na ich akcje.

Badanie zostało przeprowadzone na próbie 100 spółek debiutujących w latach 2006–2008. Próbę ograniczono do spółek, których debiut połączony był z nową emisją akcji. Z próby wyłączono te spółki, których dane uniemożliwiały uzyskanie porównywalności spółek. Łącznie w latach 2006–2008 debiutowały 152 spółki, z których 128 debiut łączyło z nową emisją akcji. Badaniami objęto 100 spółek, co stanowi 78,1% wszystkich debiutujących spółek emitujących nowe akcje. Badania ograniczono do lat ostatniej hossy, ze względu na chęć uchwycenia zjawisk charakterystycznych dla tego okresu (tab. 3).

TABELA 3: Podstawowe statystyki efektów nowych emisji w latach 2006–2008 (wielkość próby 100)

	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Odch. std.	Wsp. zm.
% sprzedaży udziałów	26%	21%	0,41%	96%	16%	0,63
% przyrostu KW	293%	185%	0,11%	2342%	336%	1,15
% przyrostu KW / % sprzedaży udziałów	11,60	8,38	0,01	105,96	13,38	1,15
Cena księg. /cena nom.	27,14	14,59	0,19	177,14	36,51	1,35
Cena emis. / cena nom.	88,90	35,50	1,80	720,00	134,11	1,51
Wskaźnik przejęcia	0,42	0,39	0,10	1,45	0,21	0,49
Przyrost wartości księgowej akcji	273%	230%	9%	1045%	179%	0,65

Źródło: oprac. własne.

Jak widać w tab. 3, przedsiębiorstwa debiutujące w okresie hossy 2006–2008 przeciętnie sprzedały 26% udziałów, co prawdopodobnie nie mogło mieć wpływu na zmianę posiadanych pakietów kontrolnych. Jednak sprzedając 26% udziałów (jest to wielkość dosyć charakterystyczna dla debiutów z tego okresu, gdyż współczynnik zmienności jest stosunkowo niski – 0,63), przeciętnie prawie czterokrotnie zwiększały wartość posiadanych kapitałów

własnych (przyrost o 293%, a w skrajnym przypadku – nawet o 2342%). Gdyby założyć, że debiutujące przedsiębiorstwa utrzymają dotychczasową strukturę zadłużenia, to efektywne zainwestowanie pozyskanych kapitałów oznaczałoby czterokrotny wzrost skali działalności w krótkim okresie. Czy jest to realne? Przeciętnie każdy 1% sprzedanych udziałów zwiększał kapitały własne badanych spółek o 11,6%. Powierzenie tak dużej ilości kapitałów przez nowych inwestorów, w stosunku do kapitałów posiadanych przez emitentów przed debiutem, oznacza, iż albo nowi inwestorzy nie mieli takiej świadomości, albo wierzyli, że debiutujące przedsiębiorstwa posiadają tak wielkie i atrakcyjne programy inwestycyjne, że kapitały zostaną efektywnie zainwestowane. Drugim ważnym parametrem, opisującym efekty uzyskane podczas nowej emisji, jest opisany wcześniej wskaźnik przejęcia. Przeciętnie wyniósł on 0,42 (współczynnik zmienności – 0,49). Z punktu widzenia nowych inwestorów, im jest on niższy, tym dla nich jest gorzej. Najniższą uzyskaną wartością tego wskaźnika było 0,1. Wskaźnik przejęcia na poziomie 0,42 oznacza, że 58% kapitału wniesionego przez nowych inwestorów przejęli starzy inwestorzy, w związku z czym, na każdą akcję wniesioną przez nowych inwestorów będzie pracowało tylko 42% wniesionych przez nich kapitałów. Oznacza to także, że aby nowi inwestorzy uzyskali stopę zwrotu na poziomie średniej rynkowej, przedsiębiorstwo musiałoby zainwestować pozyskane kapitały z efektywnością 2,4-krotnie przewyższającą średnią rynkową stopę zwrotu. Oczekiwanie, że debiutujące przedsiębiorstwa są w stanie zainwestować tak duże ilości kapitału z tak wysoką efektywnością oznacza albo wielką naiwność nowych inwestorów, albo – jak już wspomniano – brak świadomości wszystkich konsekwencji wynikających z płacenia ceny emisyjnej będącej wielokrotnością ceny nominalnej, co mogło wynikać m.in. ze złej prezentacji informacji finansowych w prospekcie emisyjnym.

4. Podsumowanie

Przedsiębiorstwa wchodzą na giełdę bądź to w celu pozyskania kapitałów na nowe inwestycje, bądź też – sprzedaży już posiadanych akcji i zwiększenia funduszy udziałowców. Inwestorzy w debiutujących spółkach widzą dobrą inwestycję (bez tego debiuty kończyłyby się niepowodzeniami). Giełda będzie efektywnie spełniała swoje funkcje, gdy równowaga pomiędzy sprzedającym

(debiutującym przedsiębiorstwem) a kupującym (nowym inwestorem) będzie miała podłoże merytoryczne, uwarunkowane tym, aby, po pierwsze, obie strony miały jednakowe informacje mające wpływ na wartość oferowanych akcji, a po drugie, aby inwestorzy zachowywali się racjonalnie. Niestety, jak pokazują liczne badania, w tym również zaprezentowane w niniejszym artykule, w postępowaniu inwestorów trudno dopatrzeć się racjonalności. Nabywając akcje debiutujących spółek po cenie wielokrotnie przewyższającej ceny nominalne, powierzają debiutującym spółkom niewiarygodnie duże – w stosunku do posiadanych – ilości kapitału, co praktycznie uniemożliwia efektywne jego zainwestowanie w krótkim okresie. Z drugiej strony, płacą oni cenę emisyjną wielokrotnie przewyższającą cenę nominalną, co powoduje, że tylko niewielka część wniesionego przez nich kapitału księgowana jest na kapitale podstawowym i decyduje o nabytych udziałach. Większość kapitału wniesionego przez nowych inwestorów księgowana jest w postaci agio na kapitale zapasowym, do którego prawa mają wszyscy akcjonariusze – proporcjonalnie do posiadanych udziałów. W wyniku tego starzy inwestorzy przejmują prawa do dużej części kapitału wniesionego przez nowych inwestorów, co oznacza, że relatywnie mniej kapitału pracuje na ich udziały niż wynikałoby to z ceny jaką zapłacili. Osłabieniu negatywnych skutków złej oceny nowych emisji przez inwestorów, a tym samym tworzeniu warunków sprzyjających wzrostowi ich racjonalności, służyć ma Dyrektywa 2003/71/WE oraz towarzyszące jej Rozporządzenie nr 809/2004. Zaleca ona, aby kluczowe informacje o sytuacji finansowej emitenta i prawach związanych z papierami wartościowymi umieszczać, w zrozumiałej formie, napisane nietechnicznym językiem, umożliwiającym łatwą analizę, w podsumowaniu prospektu emisyjnego. Dodatkowo Rozporządzenie zaleca ustanowienie minimalnych wymogów informacyjnych, odpowiadających schematom najczęściej stosowanym w praktyce. Przychodząc w sukurs tym zaleceniom i biorąc pod uwagę zjawiska, jakie towarzyszą debiutom giełdowym, wykazane w niniejszym artykule, zdaniem autora, należy wskazać jedno z kluczowych informacji o nowej emisji akcji, które powinny być umieszczane w podsumowaniu prospektu emisyjnego: planowana wielkość pozyskanego kapitału w stosunku do posiadanego oraz opisany w artykule współczynnik przeniesienia, który odzwierciedla przewidywaną stopę przejścia przez dotychczasowych udziałowców kapitałów wnoszonych przez nowych inwestorów. Informacje te powinny wchodzić w zakres minimalnych wymogów informacyjnych zawartych w podsumowaniu prospektu emisyjnego.

Bibliografia

Akty prawne:

Dyrektywa 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych, Dz.U. UE L 345/64 z dn. 31.12.2003 r.

Rozporządzenie Komisji nr 809/2004 wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpoznszczenia reklam, Dz.U. UE L 149/1 z dn. 30.04.2004 r.

Opracowania:

Aussenegg W., *Privatization Versus Private Sector Initial Public Offerings in Poland*, *Multinational Finance Journal* 2000/4, nos. 1–2.

Chahine S., *Underpricing Versus Gross Spreads: New Evidence on the Effects of Sold Shares at the Time of IPOs*, *Journal of Multinational Financial Management* 2008/18.

Espenlaub S., Gregory A., Tonks I., *Re-assessing the long-term underperformance of UK Initial Public Offerings*, *European Financial Management* 2000.

Gajewski J.F., Gresse C., *A Survey of the European IPO Market*, ECMI Paper, August 2006/2.

Ibbotson R., Ritter G.J.R., Sindelar J.L., *The Market's Problems with the Pricing of Initial Offering*, *Journal of Applied Corporate Finance* 1994/7.

Jaskiewicz P., González V.M., Menéndez S., Schiereck D., *Long-Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Businesses*, *Family Business Review* 2005/XVIII/3.

Jelic R., Briston R., *Privatisation Initial Public Offerings: The Polish Experience*, *European Financial Management* 2003/9/4.

Jenkinson T., Ljungqvist A., *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, Oxford University Press, New York 2001.

Jewartowski T., Lizińska J., *Short- and Long-Term Performance of Polish IPOs*, *Emerging Markets Finance & Trade*, March–April 2012/48/2.

Levis M., *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980–1988*, *Financial Management* 1993/22/1.

Ljungqvist A., *IPO Underpricing: A Survey*. *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Espen Eckbo B. (ed.), Forthcoming 2004.

Lyn E.O., Zychowicz E.J., *The Performance of New Equity Offerings in Hungary and Poland*, *Global Finance Journal* 2003/14.

Ritter J.R., Welch I., *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*, *The Journal Of Finance*, August 2002/LVII/4.

Ritter J., *The long performance of Initial Public Offerings*, *Journal of Finance* 1991/46.

Dokumenty:

SELENA FM SA Sprawozdanie finansowe za rok zakończony dnia 31 grudnia 2008 r. wraz z opinią niezależnego biegłego rewidenta, <http://www.selena.com/>; stan na dzień 10.02.2014 r.

Strony internetowe:

Ljungqvist A., *IPO Underpricing: A Survey. Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Espen Eckbo B. (ed.), Forthcoming, <http://ssrn.com/abstract=609422>; stan na dzień 21.10.2011 r.

Tadeusz DUDYCZ

**REPORTING EMISSIONS PARAMETERS AS A CONDITION OF A GROWTH
OF THE INVESTORS RATIONALITY**

(Summary)

This article shows that investors generally accept the issue price of the shares significantly exceeding its nominal price. A relatively large excess of the issue price over the par value (the share premium account), in turn, creates adverse effects for new investors, such as the takeover of rights by old investors, new investors contributing a disproportionately large share of the capital, which is often in excess of the company's holdings. This makes it unlikely that companies are able to efficiently invest this capital. This article suggests, in order to satisfy Directive 2003/71/EC, companies need to include in the summary prospectus the value of the proposed takeover ratio and information about the capital obtained in relation to the equity.

Keywords: IPO, prospectus, WSE, share premium

Jan DWORNIAK*
Michał PIETRZAK**

SPÓŁDZIELCZOŚĆ MLECZARSKA – SPECYFIKA EKONOMICZNA I ROLA REWIZJI FINANSOWEJ W NADZORZE KORPORACYJNYM

Słowa kluczowe: spółdzielczość, mleczarstwo, niejasno zdefiniowane prawa własności, nadzór korporacyjny, rewizja finansowa

Wstęp

Historia spółdzielczości sięga pierwszej połowy XIX wieku, kiedy to w Anglii zaczęły powstawać spółdzielnie zaopatrzenia w towary konsumpcyjne. Wkrótce kolejne spółdzielnie zaczęły powstawać na całym świecie, również w sektorze bankowym, w rolnictwie i wielu innych obszarach życia gospodarczego¹.

Spółdzielnie rozwijały się także na terenach polskich pod zaborami. W 1937 roku w wolnej Polsce funkcjonowało 12,9 tys. spółdzielni, zrzeszających 3,0 mln członków². Po II wojnie światowej spółdzielnie i ich związki włączono w system centralnego planowania, co stanowiło złamanie idei sa-

* Dr, Centrum Badań Audytorskich Analiz i Doradztwa Finansowego; e-mail: jdworkniak@op.pl

** Dr hab. prof. nadzw., Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego; e-mail: michal_pietrzak@sggw.pl

¹ **K. Boczar**, *Spółdzielczość*, PWE, Warszawa 1969, s. 30, 35; **D.A. Frederick**, *Co-ops 101: An Introduction to Cooperatives*, Cooperative Information Report 55, U.S. Department of Agriculture 1997, <http://www.rurdev.usda.gov/rbs/pub/cir55/cir55rpt.htm>; stan na dzień 23.11.2013 r.; **T Markiewicz**, *Kasy dla ludu*, Business Class (magazyn Pulsu Biznesu), październik 2005, s. 12–13.

² **K. Boczar**, *Spółdzielczość*, s. 93, 104–111.

morządności i doprowadziło do fasadowości ruchu spółdzielczego w PRL³. U progu przemian systemowych w Polsce (1987–88) funkcjonowało 15,2 tys. spółdzielni, zrzeszających 15,3 mln członków i zatrudniających 1,9 mln pracowników oraz wytwarzających ok. 9% dochodu narodowego⁴. Blisko 6,5 tys. spółdzielni było związanych z rolnictwem/wsią. Transformacja polityczno-prawna⁵ i ekonomiczna zaowocowała dramatycznym spadkiem znaczenia spółdzielni w gospodarce. Przykładowo, do 2013 roku liczba spółdzielni rolniczych/wiejskich spadła o ponad 50%, do około 3 tysięcy⁶. Mimo to, wciąż istnieją gałęzie, w których spółdzielnie są ważnymi uczestnikami życia gospodarczego – mieszkalnictwo, bankowość, mleczarstwo.

Autorzy niniejszego artykułu postawili przed sobą dwa cele. Pierwszy to ukazanie ekonomicznego uzasadnienia funkcjonowania spółdzielni (zwłaszcza mleczarskich) w rolnictwie oraz specyfiki ekonomicznej tej formy gospodarowania i wynikających stąd wyzwań wobec nadzoru korporacyjnego. Drugim celem jest przedstawienie uwarunkowań rewizji finansowej, która nabiera szczególnego znaczenia jako instrument nadzoru korporacyjnego ze względu na specyfikę spółdzielni mleczarskich. Powyższe cele zrealizowano w oparciu o metodę krytycznej analizy źródeł, analizę aktów prawnych oraz komentarz odwołujący się do doświadczeń zawodowo-naukowych autorów⁷, uzupełniony o dane pochodzące z VII Rankingu Spółdzielni Mleczarskich.

³ **Z. Chyra-Rolicz**, *Przyczyny i skutki reorganizacji polskiej spółdzielczości*, Rocznik Spółdzielczego Instytutu Badawczego nr 7 – Materiały z konferencji naukowej pt.: Spółdzielczość w procesie transformacji systemu nakazowo-rozdziałowego w system rynkowy, SIB, Warszawa 1991, s. 139–141; **S. Dyka, P. Grzegorzewski**, *Zarządzanie spółdzielnią*, Difin, Warszawa 2000, s. 18–19; **T. Markiewicz**, *Kasy...*, s. 14.

⁴ **Z. Chyra-Rolicz**, *Przyczyny...*, s. 142; **H. Dmochowska**, *Spółdzielczość w świetle liczb – wybrane zagadnienia*, Rocznik Spółdzielczego Instytutu Badawczego nr 7 – Materiały z konferencji naukowej pt.: Spółdzielczość w procesie transformacji systemu nakazowo-rozdziałowego w system rynkowy, SIB, Warszawa 1991, s. 187.

⁵ W tym, między innymi, kontrowersyjna ustawa „O zmianach w organizacji i działalności spółdzielczości” z dn. 20 stycznia 1990 r. Szersza dyskusja tego problemu zob.: **M. Pietrzak**, *Efektywność finansowa spółdzielni mleczarskich – koncepcja oceny*, Wyd. SGGW, Warszawa 2006, s. 28–30.

⁶ **W. Boguta** (red.), *Działalność spółdzielni rolniczych ze szczególnym uwzględnieniem zarządzania spółdzielnią oraz prowadzenia działalności finansowej i marketingowej*, Krajowa Rada Spółdzielcza, Warszawa 2014, s. 26.

⁷ Jeden z autorów legitymuje się wieloletnim doświadczeniem współpracy jako biegły rewident z łącznie kilkudziesięcioma spółdzielniami tj. z około ¼ działających obecnie spółdzielni mleczarskich. Prowadząc szkolenia z zakresu rachunkowości ma on również bezpośredni

2. Spółdzielnie rolnicze jako specyficzny podmiot gospodarowania – modyfikacja neoklasycznego modelu przedsiębiorstwa

Do lat 40. XX w. w ekonomii nie wypracowano modeli teoretycznych pozwalających analizować spółdzielnie jako specyficzne podmioty gospodarcze, o odmiennych cechach od przedsiębiorstw zorientowanych na zysk⁸. Pierwszą próbą sformalizowanej analizy spółdzielni była praca I. Emelianoffa z 1942 roku. Bazując na założeniu, że spółdzielnie prowadzą działalność „po kosztach”, Emelianoff twierdził, że spółdzielnia jako taka nie osiąga zysków ani nie ponosi strat – naprawdę zyski i straty odnotowują tylko członkowie, na rzecz których działa spółdzielnia. Stąd też, spółdzielnia nie jest podmiotem dążącym do zysku, a zatem nie jest przedsiębiorstwem w rozumieniu ekonomii neoklasycznej⁹.

Pierwszej formalnej analizy spółdzielni, traktowanej jako przedsiębiorstwo, ale odrębnego typu, dokonał S. Enke w 1945 roku. Analiza ta dotyczyła spółdzielni spożywców działających w warunkach niedoskonałego rynku. Enke – bazując na neoklasycznych założeniach – wykazał, że punkt równowagi rynkowej w przypadku spółdzielni prowadzi do bardziej pożądanego społecznie rezultatu niż w przypadku przedsiębiorstw maksymalizujących zyski – dzięki eliminacji tzw. luki monopolu¹⁰.

Dwadzieścia lat później P. Helmberger i S. Hoos zbliżony sposób rozumowania zastosowali do spółdzielni rolników. Zbudowali oni model rolniczej spółdzielni zbytu jako odrębnego przedsiębiorstwa (definiując przedsiębiorstwo jako system świadomie koordynowanych działań dwóch lub więcej osób). Jako cel spółdzielni przyjęli oni maksymalizację cen skupu płodu rolnego,

kontakt z księgowymi z około 50% istniejących spółdzielni mleczarskich. Drugi autor od ponad 15 lat prowadzi badania naukowe z zakresu efektywności, zarządzania strategicznego i nadzoru korporacyjnego w spółdzielniach mleczarskich, m.in. posiada doświadczenie w opracowaniu siedmiu edycji (2007–2013) rankingu spółdzielni mleczarskich.

⁸ **J.M. Staatz**, *Farmer Cooperative Theory: Recent Developments*, ACS Research Report No. 84, U.S. Department of Agriculture, Washington 1989, s. 1; **M.L. Cook**, **F.R. Chaddad**, **C. Iliopoulos**, *Advances in Cooperative Theory since 1990: A Review of Agricultural Economics Literature*, [w:] **G.W.J. Hendrikse** (ed.), *Restructuring Agricultural Cooperatives*, Erasmus University, Rotterdam 2004, s. 66.

⁹ **I. Emelianoff**, *Economic Theory of Cooperation*, Ann Arbor, Edward Brothers 1942, cyt. za: **J.M. Staatz**, *Farmer...*, s. 2.

¹⁰ **S. Enke**, *Consumer Cooperatives and Economic Efficiency*, American Economic Review 1945/35/1.

przy ograniczeniu zakładającym pokrycie wszystkich kosztów. Analiza tego modelu – bazującego na neoklasycznej analizie marginalnej – wykazuje między innymi, że w przypadku monopsonu, jeśli monopsonistą jest spółdzielnia, to pod pewnymi warunkami punkt równowagi powinien być bliższy równowadze na rynku doskonałej konkurencji, niż w przypadku gdyby monopsonistą była firma nastawiona na zysk¹¹.

3. Uzasadnienie istnienia spółdzielni mleczarskich w świetle teorii ekonomii

Czy istnieje ekonomiczne uzasadnienie tworzenia i istnienia spółdzielni w rolnictwie, w tym w mleczarstwie? Autorzy skoncentrują się tutaj na wybranych uzasadnieniach.

Po pierwsze – spółdzielnie mleczarskie mogą przyczynić się do ograniczenia niedoskonałości rynku. Neoklasyczne modele spółdzielni wskazują, że spółdzielnie będą dążyć do maksymalizacji wolumenu transakcji z członkami (skupu mleka), co prowadzi do długookresowej równowagi zbliżonej do równowagi na rynku doskonale konkurencyjnym. Będzie tak się działo, nawet jeśli spółdzielnie będą stanowiły tylko część rynku. Rolę spółdzielni w tym wypadku określa się jako *competitive yardstick* (tj. konkurencyjny punkt odniesienia) – sama obecność na rynku spółdzielni płacących atrakcyjne ceny za skupowane mleko powinna bowiem doprowadzić do równowagi jak na rynku konkurencji doskonałej, gdyż w przeciwnym razie przedsiębiorstwa nastawione na zysk będą traciły udziały rynkowe na rzecz spółdzielni¹².

Wykorzystanie teorii ekonomii w badaniach empirycznych rynków i sektorów doprowadziło do powstania dyscypliny ekonomika przemysłu (*Industrial Organization* – IO)¹³. Kluczowym podejściem badawczym wypracowanym

¹¹ P. Helmberger, S. Hoos, *Cooperative Enterprise and Organization Theory*, Journal of Farm Economics 1962/44/2, s. 281–290; P. Helmberger, *Cooperative Enterprise and organization theory*, Journal of Farm Economics 1964/46/3, s. 603–617.

¹² L.F. Schrader, *Economic Justification*, [w:] D. Cobia (ed.), *Cooperatives in Agriculture*, Prentice Hall, Englewood Cliffs New Jersey 1989; s. 132; J.S. Royer, *Cooperative Theory: A Neoclassical Approach*, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.194.3580&rep=rep1&type=pdf>; stan na dzień 23.11.2013 r.; s. 30–31.

¹³ D. Carlton, J.M. Perloff, *Modern Industrial Organization*, Pearson Addison Wesley 2005, s. 2.

przez IO jest paradygmat S-C-P. Zgodnie z nim struktura rynku/sektora (*Structure*) determinuje zachowania przedsiębiorstw (*Conduct*), a w konsekwencji efektywność rynku/sektora (*Performance*). Z tego punktu widzenia ideałem jest doskonała konkurencja z atomistyczną strukturą nabywców i dostawców, pozbawionych siły rynkowej¹⁴.

Produkcja rolnicza odbywa się w warunkach silnej atomizacji, podczas gdy zaopatrzenie rolnictwa oraz przetwórstwo rolno-spożywcze cechuje się relatywnie wysokim stopniem koncentracji¹⁵. Przykładowo, im wyższa dysproporcja w koncentracji między rolnikami dostarczającymi mleko a mleczarniami (np. w Polsce na jedno przedsiębiorstwo mleczarskie przypada statystycznie około tysiąca dostawców mleka) – tym potencjalnie większa siła rynkowa tych ostatnich. Tworzenie spółdzielni przez producentów mleka można w tym kontekście rozpatrywać jako formę siły przeciwważnej (*countervailing power*) w stosunku do silnych odbiorców mleka¹⁶.

Po drugie – uzasadnienia istnienia spółdzielni rolniczych, a zwłaszcza mleczarskich, można poszukiwać w teorii kosztów transakcyjnych. Przedsiębiorstwo i rynek można traktować jako alternatywne formy koordynacji¹⁷. O wyborze decyduje koszt transakcyjny związany z każdą z nich. Koordynacja przez ceny nie jest darmowa – korzystanie z mechanizmu rynkowego pociąga za sobą niejednokrotnie wysokie koszty transakcyjne. W sytuacji, gdy koszty koordynacji przez ceny przewyższają koszty koordynacji przez przedsiębiorcę – rynek powinien zostać wyparty przez firmę¹⁸. Wybór mechanizmu koordynacji zależy od: specyfiki aktywów, niepewności oraz częstotliwość transakcji¹⁹.

¹⁴ *Ibidem*, s. 2–4.

¹⁵ **G. McBride**, *Agricultural Cooperatives. Their Why and Their How*, AVI Publishing Company, Westport, Connecticut 1986, s. 12–13.

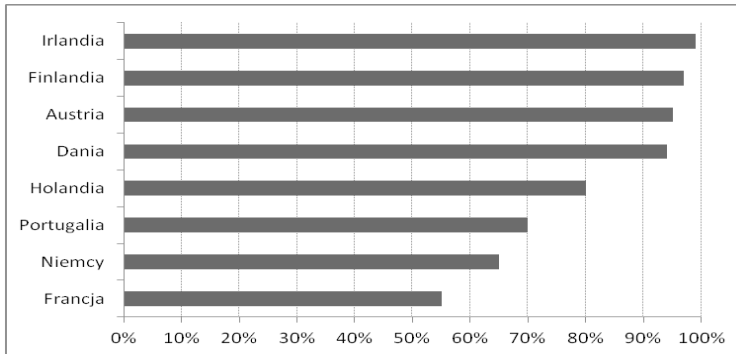
¹⁶ **M. Pietrzak**, *Efektywność...*, s. 54.

¹⁷ **R. Coase**, *Firma, rynek i prawo*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2013, s. 31–32.

¹⁸ **O.E. Williamson**, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, PWN, Warszawa 1998, s. 17; **R. Coase**, *Firma...*, s. 6–7.

¹⁹ *Ibidem*, s. 65.

RYSUNEK 1: Udział spółdzielni w rynku mleka w wybranych krajach UE (2012)



Źródło: oprac. własne na podstawie W. Boguta (red.), *Działalność...*, s. 60.

W praktyce, pomiędzy krańcami continuum: rynek – władza hierarchiczna rozmieszczone są mieszane formy koordynacji²⁰. Forma koordynacji działań gospodarczych, która pozwala zminimalizować łącznie koszty produkcji i transakcyjne, zdobędzie przewagę konkurencyjną i znacznie dominować w danej branży²¹. W tym kontekście, niektórzy ekonomiści wskazują, że to nie przypadek, iż spółdzielnie dominują np. w sektorze mleczarskim w wielu krajach (por. rys. 1). Według Ollila i Nilssona, produkcja rolnicza charakteryzuje się cechami, które sugerują potrzebę integracji pionowej²². Zbliżoną argumentację, w odniesieniu do produkcji mleka, przedstawia Zwanenberg²³. Autorzy ci wskazują, że ekonomicznym uzasadnieniem istnienia spółdzielni, będących formą quasi-integracji pionowej (rys. 2), może być oszczędność na kosztach transakcyjnych.

²⁰ *Ibidem*, s. 54.

²¹ J.M. Staatz, *Farmer...*, s. 17.

²² P. Ollila, J. Nilsson, *The Position of Agricultural Cooperatives in the Changing Food Industry of Europe*, [w:] J. Nilsson, G. van Dijk (eds), *Strategies and Structures in the Agro-food Industries*, Van Gorcum, Assen 1997, s. 131–150.

²³ A. Zwanenberg, *Will Global Dairy Company be a True Co-operative?*, Food & Agribusiness Research, Rabobank International, 2001, s. 6–7.

RYSUNEK 2: Potencjalne formy instytucjonalne koordynacji transakcji na continuum rynek – hierarchia



Źródło: M. Pietrzak, *Efektywność...*, s. 52.

Spółdzielnie mleczarskie a corporate governance

Nadzór korporacyjny rozumiany jest jako system zasad, reguł, mechanizmów i instytucji, które służą do kontrolowania różnych aspektów zarządzania spółką przez ich właścicieli lub inne grupy interesu²⁴. Zazwyczaj jego zakres podmiotowy jest odnoszony do spółek kapitałowych, a zwłaszcza akcyjnych²⁵. Istotnym problemem jest funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego w działalności innych form prawnych, takich jak spółdzielnie. Występuje w nich sytuacja rozdzielania rozproszonej własności od zarządzania oraz asymetria informacji, czyli problem agencji analogiczny jak w typowej spółce akcyjnej²⁶.

Jednakże charakter praw własności w spółdzielniach rzutuje na specyfikę nadzoru korporacyjnego w tych podmiotach. Prawa własności w spółdzielni mleczarskiej mają zasadniczą wartość dopóty, dopóki członek pozostaje aktywnym dostawcą mleka – gdyż korzyści są dystrybuowane wśród członków na podstawie skali obrotu ze spółdzielnią (dostaw mleka). W Polsce spółdziel-

²⁴ I. Koładkiewicz, *Grupy kapitałowe. Tendencje zmian w zasadach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego*, [w:] M. Romanowska, M. Trocki, B. Wawrzyniak (red.), *Grupy kapitałowe w Polsce*, Difin, Warszawa 2000, s. 159

²⁵ Cz. Mesjasz, *Koncepcje wartości przedsiębiorstwa w podstawowych teoriach władania korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. UŁ, Łódź 2008, s. 14; T. Falencikowski, B. Nogalski, *Składniki nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości spółki*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola...*, s. 59–60; I. Koładkiewicz, *Mechanizmy nadzoru korporacyjnego a cykl życia organizacji na przykładzie wybranych modeli*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010, s. 297.

²⁶ M. Pietrzak, *Kreowanie wartości dla właścicieli jako postulat nadzoru korporacyjnego na przykładzie spółdzielni mleczarskich*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola...*, s. 151.

nie mleczarskie nie wypłacają dywidend. W krajowym systemie prawnym nie istnieje możliwość obrotu prawami do udziału w spółdzielni, co skutkuje brakiem wyceny spółdzielni przez rynek kapitałowy.

Tymczasem swobodna zbywalność jest kluczowym atrybutem prawa własności²⁷. Brak rynku wtórnego dla praw własności rodzi poważne konsekwencje dla członków spółdzielni²⁸: zmniejsza motywację rolników do inwestowania w spółdzielnię (starsi członkowie, którzy wkrótce zakończą transakcje ze spółdzielnią, nie będą zainteresowani inwestycjami o długim okresie zwrotu), uniemożliwia rolnikom rozłożenie ryzyka poprzez dywersyfikację portfeli inwestycyjnych, uniemożliwia rolnikom wykorzystanie wyceny firmy przez rynek, jako parametru oceny efektywności zarządzania i narzędzia dyscyplinującego zarządy.

4. Uwarunkowania rewizji finansowej w spółdzielniach mleczarskich

Jak zauważono wyżej, udziały w spółdzielni mają charakter tzw. niejasno zdefiniowanych praw własności²⁹. Skuteczny nadzór korporacyjny jest zatem szczególnie trudnym wyzwaniem w tych podmiotach. Opiera się on na wewnętrznych mechanizmach, tj. nadzorze właścicielskim³⁰. Jego strukturę – z wyodrębnieniem przedsiębiorstwa zarobkowego (przedmiot będący ogółem zorganizowanych materialnych i niematerialnych składników mienia) i przedsiębiorcy (podmiotu prowadzącego przedsiębiorstwo – w podjętych rozważaniach jest nim spółdzielnia) oraz jej organów: zarządzającego, kontrolnego, stanowiącego i inwestorów (członków)³¹ – przedstawia rys. 3.

²⁷ T. Mickiewicz, *Wybór w gospodarce. Wprowadzenie do ekonomii*, Konsorcjum Akademickie WSE, WSiIZ, WSZiA, Kraków – Rzeszów – Zamość 2012, s. 23–24.

²⁸ J.M. Staatz, *Farmer...*, s. 15–16.

²⁹ Szerzej temat ten został omówiony w: M. Pietrzak, *Kreowanie...*, s. 159–160

³⁰ Por. S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 19–20.

³¹ Por. *ibidem*, s. 23–30.

RYSUNEK 3: Schemat nadzoru właścicielskiego w spółdzielniach



Źródło: oprac. własne z wykorzystaniem: S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. UrbaneK, *Efektywny...*, s. 28.

Bazowanie na wewnętrznych mechanizmach nadzoru korporacyjnego w sytuacji dalece zatowizowanej struktury własności (bardzo liczni spółdzielcy, każdy z nich ma tylko jeden głos) sugeruje nieefektywność tych mechanizmów³². Właściwym rozwiązaniem byłoby zastosowanie zewnętrznych mechanizmów nadzoru (rynek kapitałowy, rynek kontroli przedsiębiorstw), adekwatnych do outsiderskiej pozycji spółdzielców – nie jest to jednak możliwe w aktualnie obowiązującym systemie prawnym³³. W tym kontekście rola rewizji finansowej – jako narzędzia wspierającego funkcje kontrolne rady nadzorczej – jawi się jako szczególnie istotna³⁴.

³² I. Koładkiewicz (opr. i tłum.), *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltext, Warszawa 1999, s. 59–60.

³³ M. Pietrzak, *Kreowanie...*, s. 161.

³⁴ Szersze rozważania nt. wzajemnych relacji pomiędzy wiarygodnym systemem rachunkowości a nadzorem korporacyjnym prezentuje J. Gad, *Działalność komitetu audytu a wiarygodność sprawozdań finansowych w obliczu kryzysu*, [w:] P. UrbaneK (red.), *Nadzór...*, s. 123–131.

Rewizji w spółdzielniach mleczarskich dokonują biegli rewidentzi, działający w ramach firm audytorskich na podstawie odpowiedniej ustawy³⁵. Rewizja finansowa polega na badaniu rocznych sprawozdań finansowych. Rewizji – zgodnie z ustawą o rachunkowości – podlegają między innymi: podmioty (w tym spółdzielnie), które spełniły co najmniej dwa z następujących warunków: a) zatrudnienie ≥ 50 osób, b) suma aktywów $\geq 2,5$ mln euro, c) przychody ≥ 5 mln euro³⁶.

Na początku transformacji gospodarczo-ustrojowej w Polsce funkcjonowały 322 spółdzielnie mleczarskie³⁷. W wyniku przemian spółdzielnie o niskiej efektywności ekonomicznej zostały poddane procedurom upadłości, likwidacji bądź połączyły się z innymi spółdzielniami (przejęcia) albo dokonały sprzedaży majątku lub też wniosły swój majątek do spółek kapitałowych. Na koniec 2012 roku w Polsce istniało 113 spółdzielni mleczarskich. Zniknięcie z rynku 209 podmiotów nie było efektem li tylko utraty udziałów rynkowych na rzecz podmiotów niespółdzielczych (spółdzielnie *de facto* są wciąż dominującymi graczami z ok. 70% udziałem w rynku mleka surowego). Główną rolę odegrały w tym zakresie procesy koncentracji produkcji, w tym poprzez fuzje i przejęcia³⁸.

Obowiązkowemu badaniu sprawozdań finansowych podlegały w 2012 roku sprawozdania finansowe 64 spółdzielni, ponadto w 1 spółdzielni odnotowano badanie nieobowiązkowe. Obowiązkowym badaniem sprawozdań finansowych, ze względu za wielkość firmy, nie była objęta pozostała grupa mniejszych spółdzielni.

Celem badania sprawozdania finansowego jest wyrażenie przez biegłego rewidenta pisemnej opinii, wraz z raportem o tym, czy sprawozdanie finansowe jest zgodne z zastosowanymi zasadami (polityką) rachunkowości oraz czy

³⁵ Ustawa z dn. 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. z 2009 r., Nr 77, poz. 649), <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU20090770649>; stan na dzień 23.11.2013 r.

³⁶ Ustawa z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r., Nr 121, poz. 591) art. 64 ust. 1 pkt 4, <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU19941210591>; stan na dzień 23.11.2013 r.

³⁷ **J. Dworniak**, *Ekonomiczno-finansowe skutki zmian funduszu udziałowego w spółdzielniach mleczarskich*, Wyd. SGGW, Warszawa 2010, s. 29.

³⁸ Szerzej zagadnienie to omówiono w: **M. Pietrzak, J. Dworniak**, *Fuzje i przejęcia w warunkach kryzysu w sektorze mleczarskim*, [w:] **P. Urbanek** (red.), *Nadzór...*, s. 253–259.

rzetelnie i jasno przedstawia sytuację majątkową i finansową, jak też wynik finansowy badanej jednostki³⁹.

Wyboru podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych dokonuje organ zatwierdzający sprawozdanie finansowe jednostki, chyba że statut, umowa lub inne wiążące jednostkę przepisy prawa stanowią inaczej⁴⁰. Organem właściwym do zatwierdzania sprawozdań finansowych jest Walne Zgromadzenie Wspólników lub Zebranie Przedstawicieli (jeśli liczba członków spółdzielni przekracza 200 osób). W świetle przeglądu licznych statutów spółdzielni mleczarskich można stwierdzić, że w praktyce jako organ właściwy do wyboru audytora do badania sprawozdania finansowego wyznaczane są zazwyczaj rady nadzorcze spółdzielni.

Biegły rewident badający sprawozdanie finansowe w trakcie czynności rewizyjnych – kierując się ustawą o rachunkowości oraz wytycznymi zawartymi w Krajowych Standardach Rewizji Finansowej – powinien potwierdzić: istnienie poszczególnych składników majątku, poprawność ich wyceny, poprawność wyceny zobowiązań oraz ustalonego wyniku finansowego, a także przedstawić ocenę sytuacji finansowej i ekonomicznej⁴¹.

Po przeprowadzeniu audytu, biegły rewident zapoznaje z wynikami badania radę nadzorczą spółdzielni mleczarskiej. Biegły, uczestniczący w posiedzeniu rady nadzorczej, oprócz opinii o sprawozdaniu finansowym, składa z reguły informację o sytuacji finansowej i majątkowej oraz prezentuje swoje stanowisko w sprawie zdolności spółdzielni do kontynuacji działalności. Na życzenie zarządu i rady nadzorczej biegły rewident powinien uczestniczyć również w zebraniu przedstawicieli, zatwierdzającym sprawozdanie. Autorzy artykułu, na podstawie własnych obserwacji oraz kontaktów z księgowymi, oceniają, że uczestnictwo biegłego w zebraniach przedstawicieli ma miejsce w około połowie przypadków.

Ustawodawca zapewnił organom stanowiącym i nadzorczym spółdzielni możliwość korzystania z zewnętrznej rewizji finansowej. Jednak sposób skorzystania z tej możliwości zależy w dużej mierze od dojrzałości ekonomicznej i społecznej członków rad nadzorczych. Doświadczenia autorów wskazują, że niejednokrotnie badania sprawozdań finansowych traktowane są li tylko jako obowiązek narzucony przez prawo, a nie jako możliwość wsparcia rad

³⁹ Ustawa o rachunkowości..., art. 65 ust. 1.

⁴⁰ Ustawa o rachunkowości..., art. 66 ust. 4.

⁴¹ *Ibidem*.

nadzorczych w procesie nadzoru właścicielskiego (w 2012 roku tylko jedna spółdzielnia poddała się rewizji finansowej na zasadzie dobrowolności). W rezultacie w 2012 roku blisko 50 mniejszych spółdzielni nie przeprowadziło audytu finansowego, co oznacza że ani rada nadzorcza, ani zebranie przedstawicieli nie zapewniły sobie możliwości wysłuchania informacji niezależnego biegłego rewidenta o stanie ksiąg rachunkowych i rzetelności ich prowadzenia oraz o sytuacji finansowej i majątkowej spółdzielni.

Częściowo lukę w wiedzy organów stanowiących i nadzorczych w tym zakresie wypełnia lustracja spółdzielni. Zgodnie z obowiązującym prawem spółdzielczym, raz na trzy lata (w okresie pozostawania w stanie likwidacji – corocznie) dokonywana jest lustracja spółdzielni⁴², której celem jest między innymi: sprawdzenie przestrzegania przez spółdzielnię przepisów oraz zbadanie zgodności prowadzonej przez spółdzielnię działalności z interesami członków⁴³.

5. Rola i ograniczenia rewizji finansowej w nadzorze korporacyjnym w spółdzielniach mleczarskich

Rewizja finansowa może potencjalnie odgrywać istotną rolę w nadzorze właścicielskim w spółdzielniach. Aby jednak ten potencjał był wykorzystany, konieczna jest dobra współpraca triady: rada nadzorcza, biegły rewident, zarząd. A to wymaga odpowiednich kompetencji – nie tylko po stronie biegłego, ale również organów spółdzielni. Do głównych problemów, jakie często występują w praktyce funkcjonowania rad nadzorczych spółdzielni mleczarskich, należą, zdaniem autorów:

- niedostateczny poziom wiedzy biznesowej,
- postrzeganie interesu członków wyłącznie w perspektywie krótkookresowej,
- błędy w decyzjach o wyborze biegłego rewidenta.

Po stronie częstych uchybień zarządów należałoby wymienić:

- zdominowanie rady nadzorczej,

⁴² Ustawa z dn. 16 września 1982 r. Prawo spółdzielcze (Dz.U. z 1982 r., Nr 30, poz. 210, ostatni tekst jednolity Dz.U. z 2003 r., Nr 188, poz. 1848, z późn. zm.), art. 91, <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU19820300210>; stan na dzień 24.11.2013 r.

⁴³ *Ibidem*.

- nieuwzględnianie uwag i wskazówek biegłych rewidentów,
- przedkładanie interesów pracowniczych nad interesy rolników.

Należy zwrócić uwagę na fakt, że – w odróżnieniu od rad nadzorczych spółek Skarbu Państwa – członkowie rad nadzorczych w spółdzielniach mleczarskich nie są weryfikowani pod względem wiedzy ekonomicznej i prawnej. Zostają oni, jako przedstawiciele grup członkowskich, delegowani do rad nadzorczych na podstawie decyzji zebrania przedstawicieli lub zebrania rejonowego. Powołanie członka rady nadzorczej następuje w głosowaniu tajnym. W tych uwarunkowaniach do rad nadzorczych wybierane są osoby cieszące się uznaniem w swojej społeczności, ale nie zawsze idzie to w parze z wiedzą z zakresu funkcjonowania przedsiębiorstw. Przepisy podatkowe nie sprzyjają edukacji członków rad nadzorczych, gdyż wydatki na szkolenia członków rad nadzorczych nie są zaliczane do kosztów podatkowych.

Według wiedzy autorów, spółdzielnie, które utraciły zdolność do dalszego funkcjonowania, w znacznej części przypadków, utraciły płynność wskutek wymuszenia przez rady nadzorcze na zarządach spółdzielni wyższych cen skupu mleka, niż umożliwiała to kondycja finansowa spółdzielni. Zjawisko to wynika po części z braku wiedzy ekonomicznej i krótkowzroczności członków rad nadzorczych. Oczywistym jest, że podstawowym mechanizmem czerpania korzyści z członkostwa w spółdzielni mleczarskiej jest dla rolnika atrakcyjna cena skupu mleka. Jednakże nie można zapominać o konieczności zapewnienia ciągłości funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa zarobkowego, należącego do spółdzielni (por. rys. 3), co wymaga inwestycji wspieranych zyskiem zatrzymanym lub zwiększeniem udziałów członkowskich, np. poprzez odpisy części nominalnej ceny skupu w poczet funduszu udziałowego⁴⁴. Z drugiej strony, problemy te były również rezultatem uprzedniej wieloletniej indolencji zarządów, które nie miały koncepcji na rozwój i zapewnienie rolnikom odpowiednich cen za skupione mleko, co w efekcie doprowadzało do ulegania, narastającej i skądinąd uzasadnionej interesem członków, presji rad nadzorczych na podwyższanie cen skupu – aczkolwiek bez pokrycia w możliwościach ekonomicznych spółdzielni. Można również wskazać w tych wypadkach na niedostateczne wsparcie organów spółdzielni przez rewizję finansową w zakresie odpowiedniego przedstawiania negatywnych konsekwencji presji na wzrost cen skupu mleka.

⁴⁴ M. Pietrzak, *Efektywność...*, s. 82–88.

Współpraca biegłego rewidenta w tym obszarze może być bardzo pomocna dla rady nadzorczej. Powinna ona polegać na wspólnym rozważeniu z biegłym rewidentem możliwości ekonomicznych spółdzielni w zakresie utrzymania korzystnych dla rolników cen mleka w kontekście zapewnienia odpowiedniej płynności finansowej oraz środków na rozwój spółdzielni. Członkowie spółdzielni mleczarskich, w tym również zasiadający w radach nadzorczych, na ogół niechętnie zgadzają się na podwyższenie udziałów członkowskich, które – oprócz zatrzymanego zysku – mogą być źródłem finansowania rozwoju spółdzielni. Stanowisko biegłego rewidenta w poparciu tej formy dokapitalizowania majątku spółdzielni jest niezwykle istotne.

Decyzję w sprawie wyboru biegłego rewidenta rada nadzorcza podejmuje na podstawie ofert zgłoszonych przez firmy audytorskie. Nierzadko rady nadzorcze nie kierują się potrzebą zapewnienia sobie rzetelnej informacji, ale wybierają rewidentów najtańszych. Błędy w decyzjach o wyborze biegłego rewidenta dotyczą także terminów. Wybór biegłego powinien nastąpić w terminie do 20 września roku poprzedzającego rok badany, tak aby umożliwić mu obserwację inwentaryzacji rocznej (bilansowej), co jest istotne dla poprawnego przeprowadzenia audytu. Inwentaryzacja ta powinna być przeprowadzona w terminie od 1 października roku poprzedzającego rok badany do 15 stycznia roku następnego⁴⁵. Obserwacje autorów wskazują, że niejednokrotnie decyzje w sprawie biegłego rewidenta podejmowane są w terminie późniejszym – do końca roku poprzedzającego rok badany. Jest to poważny błąd, świadczący o niedostatecznej dbałości rady nadzorczej o interes członków i interes spółdzielni. Nieuczestniczenie biegłego rewidenta w inwentaryzacji może skutkować bowiem nie dość głęboką oceną wiarygodności wyceny składników majątku spółdzielni.

Brak odpowiedniej wiedzy biznesowej rady nadzorczej i niezapewnienie sobie odpowiedniej konsultacji ekonomicznej może w spółdzielniach prowadzić do takich negatywnych zjawisk jak:

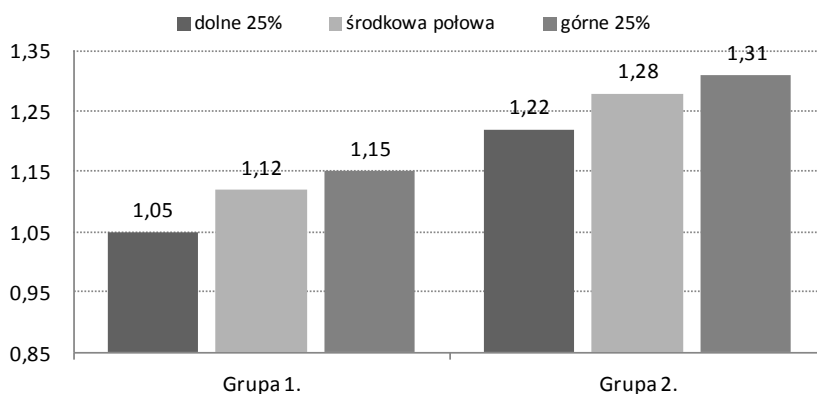
- ukrywanie przez zarządy strat,
- zaniżanie odpisów amortyzacyjnych w celu zmniejszenia strat,
- niewłaściwa wycena zapasów (brak odpisów na zapasy niepełnowartościowe, niechodliwe),
- niewłaściwa wycena należności (ukrywanie należności utraconych i niepewnych),

⁴⁵ Ustawa z dn. 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach..., art. 26.

- niewłaściwa wycena należności i zobowiązań w walutach obcych, zatrzymywanie kosztów do rozliczenia w okresach przyszłych,
- brak tworzenia rezerw na naliczone odsetki, kary i inne postępowania wobec spółdzielni.

W niektórych badanych przypadkach audyt nie uchronił spółdzielni przed bankrutem – mimo iż jej sprawozdania finansowe podlegały audytowi, to jednak stawiane przez biegłych rewidentów wnioski nie były realizowane, gdyż zarządy nie liczyły się z opiniami biegłych oraz *de facto* zdominowały rady nadzorcze spółdzielni. Zjawisko dominacji zarządów nad organami nadzorczymi, w opinii autorów, nadal występuje w wielu spółdzielniach mleczarskich.

RYSUNEK 4: Rozkład cen skupu mleka (zł/l) w grupach spółdzielni o najniższym (grupa 1) i najwyższym (grupa 2) poziomie ekonomicznej wydajności pracy



Źródło: oprac. własne na podst. danych nadesłanych na VII Ranking Spółdzielni Mleczarskich.

Należy także wskazać, że jedną z przyczyn niskiej efektywności w wielu jeszcze funkcjonujących spółdzielniach są przerosty zatrudnienia. Dane zgromadzone w ramach VII Rankingu Spółdzielni Mleczarskich wskazują na olbrzymie zróżnicowanie wydajności pracy: wartość dolnego kwartyła uczestników rankingu to zaledwie 434 tys. zł w przeliczeniu na pełny etat, podczas gdy w górnej ćwiartce uczestników wartość ta przekracza 1.068 tys. zł/etat. Przerosty zatrudnienia znacząco zawiżają koszt wytworzenia, a poprzez to również przyczyniają się do niskich cen mleka w skupie (por. rys. 4), których atrakcyjna wysokość powinna być podstawową formą korzyści z członkostwa, oraz ograniczają perspektywy rozwojowe spółdzielni. Niejednokrotnie, chociaż

problem ten jest naświetlany przez biegłych rewidentów, osoby odpowiedzialne za zarządzanie spółdzielnią, pomimo posiadanych informacji, tolerują przerosz zatrudnienia, co wskazuje na przedkładanie interesu pracowniczego nad interes członków – producentów mleka.

6. Zakończenie

Spółdzielnie są ważnym elementem krajobrazu gospodarczego na całym świecie, szczególnie w rolnictwie, a zwłaszcza w przetwórstwie mleka. Wbrew obiegowym opiniom, istnienie spółdzielni nie jest reliktem PRL i ma długą tradycję sięgającą XIX wieku, jak również mocne uzasadnienie ekonomiczne. O ile podstawowym celem gospodarowania spółki kapitałowej jest osiągnięcie maksymalnych zysków, o tyle w przypadku spółdzielni mleczarskiej głównym celem jest osiągnięcie przez członków spółdzielni maksymalnych cen za mleko, przy zapewnieniu wyników finansowych umożliwiających kontynuowanie działalności. Specyfika spółdzielni tworzy wyzwania w odniesieniu do nadzoru korporacyjnego, wynikające z problemu agencji, nasilonego wskutek tzw. niejasno zdefiniowanych praw własności. Dodatkowo: cechy spółdzielni (duża liczba członków w połączeniu z zasadą jeden członek – jeden głos) sprzyjają nieefektywności wewnętrznych mechanizmów nadzoru właścicielskiego, przewidzianych dla spółdzielni przez prawo.

Istotnym narzędziem wsparcia mechanizmów wewnętrznych tego nadzoru może być rewizja finansowa. Kompetentni biegli rewidenty mogą pełnić rolę doradców, oferując pomoc merytoryczną radzie nadzorczej, niejednokrotnie złożonej z osób o niskiej wiedzy biznesowej i prawnej. Biegli rewidenty, znający specyfikę branży mleczarskiej, mogą oddziaływać edukacyjnie na rady nadzorcze i przyczyniać się do tego, aby oprócz realizacji celów interesujących członków spółdzielni (atrakcyjne ceny skupu), zachowywane były podstawowe kryteria sprawności ekonomicznej spółdzielni jako przedsiębiorstwa zarobkowego oraz prowadzenie działalności zgodnie z przepisami prawa. Wiedza ta może być wykorzystana jako wsparcie decyzji zarządów i organów nadzoru korporacyjnego w zakresie pozyskania kapitałów, kierunków inwestowania, prowadzenia odpowiedniej polityki zatrudnienia. Jednocześnie niezależne wskazanie organom nadzoru niedociągnięć w funkcjonowaniu spółdzielni może skutecznie wpływać na eliminowanie słabych stron w ich działalności.

Niniejsze opracowanie bazuje w dużej mierze na autorskich komentarzach i refleksjach, wynikających ze skonfrontowania doświadczeń branżowych z przeglądem literatury dotyczącej specyfiki ekonomicznej spółdzielni mleczarskich i związanych z tą specyfiką problemów w nadzorze korporacyjnym, w kontekście obowiązujących uregulowań prawnych. Biorąc pod uwagę znaczenie podjętej problematyki, autorzy pragną wskazać na potrzebę pogłębionych i bardziej sformalizowanych badań empirycznych w zakresie funkcjonowania wewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego w spółdzielniach rolniczych, w tym – mleczarskich.

Bibliografia

Akty prawne:

- Ustawa z dn. 16 września 1982 r. Prawo spółdzielcze (Dz.U. z 1982 r., Nr 30, poz. 210, ostatni tekst jednolity Dz.U. z 2003 r., Nr 188, poz. 1848, z późn. zm.), art. 91, <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU19820300210>; stan na dzień 24.11.2013 r.
- Ustawa z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r., Nr 121, poz. 591) art. 64 ust. 1 pkt 4, <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU19941210591>; stan na dzień 23.11.2013 r.
- Ustawa z dn. 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. z 2009 r., Nr 77, poz. 649), <http://isap.sejm.gov.pl/DetailsServlet?id=WDU20090770649>; stan na dzień 23.11.2013 r.

Opracowania:

- Boczarski K.**, *Spółdzielczość*, PWE, Warszawa 1969.
- Boguta W.** (red.), *Działalność spółdzielni rolniczych ze szczególnym uwzględnieniem zarządzania spółdzielnią oraz prowadzenia działalności finansowej i marketingowej*, Krajowa Rada Spółdzielcza, Warszawa 2014.
- Carlton D., Perloff J.M.**, *Modern Industrial Organization*, Pearson Addison Wesley 2005.
- Chyra-Rolicz Z.**, *Przyczyny i skutki reorganizacji polskiej spółdzielczości*, Rocznik Spółdzielczego Instytutu Badawczego nr 7 – Materiały z konferencji naukowej pt.: Spółdzielczość w procesie transformacji systemu nakazowo-rozdzielczego w system rynkowy, SIB, Warszawa 1991.
- Coase R.**, *Firma, rynek i prawo*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2013.
- Cook M.L., Chaddad F.R., Iliopoulos C.**, *Advances in Cooperative Theory since 1990: A Review of Agricultural Economics Literature*, [w:] Hendrikse G.W.J. (ed.), *Restructuring Agricultural Cooperatives*, Erasmus University, Rotterdam 2004.
- Dmochowska H.**, *Spółdzielczość w świetle liczb – wybrane zagadnienia*, Rocznik Spółdzielczego Instytutu Badawczego nr 7 – Materiały z konferencji naukowej pt.: Spółdzielczość

- w procesie transformacji systemu nakazowo-rozdzielczego w system rynkowy, SIB, Warszawa 1991.
- Dworniak J.**, *Ekonomiczno-finansowe skutki zmian funduszu udziałowego w spółdzielniach mleczarskich*, Wyd. SGGW, Warszawa 2010.
- Dyka S., Grzegorzewski P.**, *Zarządzanie spółdzielnią*, Difin, Warszawa 2000.
- Emelianoff I.**, *Economic Theory of Cooperation*, Ann Arbor, Edward Brothers 1942.
- Enke S.**, *Consumer Cooperatives and Economic Efficiency*, American Economic Review 1945/35/1.
- Falencikowski T., Nogalski B.**, *Składniki nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości spółki*, [w:] Rudolf S. (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. UŁ, Łódź 2008.
- Gad J.**, *Działalność komitetu audytu a wiarygodność sprawozdań finansowych w obliczu kryzysu*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.
- Helmberger P., Hoos S.**, *Cooperative Enterprise and Organization Theory*, Journal of Farm Economics 1962/44/2.
- Helmberger P.**, *Cooperative Enterprise and organization theory*, Journal of Farm Economics 1964/46/3.
- Koładkiewicz I.** (opr. i tłum.), *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltext, Warszawa 1999.
- Koładkiewicz I.**, *Grupy kapitałowe. Tendencje zmian w zasadach i mechanizmach nadzoru korporacyjnego*, [w:] Romanowska M., Trocki M., Wawrzyniak B. (red.), *Grupy kapitałowe w Polsce*, Difin, Warszawa 2000.
- Koładkiewicz I.**, *Mechanizmy nadzoru korporacyjnego a cykl życia organizacji na przykładzie wybranych modeli*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.
- Markiewicz T.**, *Kasy dla ludu*, Business Class (magazyn Pulsu Biznesu), październik 2005.
- McBride G.**, *Agricultural Cooperatives. Their Why and Their How*, AVI Publishing Company, Westport, Connecticut 1986.
- Mesjasz Cz.**, *Koncepcje wartości przedsiębiorstwa w podstawowych teoriach władania korporacyjnego*, [w:] Rudolf S. (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. UŁ, Łódź 2008.
- Mickiewicz T.**, *Wybór w gospodarce. Wprowadzenie do ekonomii*, Konsorcjum Akademickie WSE, WSliZ, WSZiA, Kraków – Rzeszów – Zamość 2012.
- Ollila P., Nilsson J.**, *The Position of Agricultural Cooperatives in the Changing Food Industry of Europe*, [w:] Nilsson J., van Dijk G. (eds), *Strategies and Structures in the Agro-food Industries*, Van Gorcum, Assen 1997.
- Pietrzak M.**, *Efektywność finansowa spółdzielni mleczarskich – koncepcja oceny*, Wyd. SGGW, Warszawa 2006.
- Pietrzak M.**, *Kreowanie wartości dla właścicieli jako postulat nadzoru korporacyjnego na przykładzie spółdzielni mleczarskich*, [w:] Rudolf S. (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. UŁ, Łódź 2008.
- Pietrzak M., Dworniak J.**, *Fuzje i przejęcia w warunkach kryzysu w sektorze mleczarskim*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.

- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P.**, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Schrader L.F.**, *Economic Justification*, [w:] Cobia D. (ed.), *Cooperatives in Agriculture*, Prentice Hall, Englewood Cliffs New Jersey 1989.
- Statz J.M.**, *Farmer Cooperative Theory: Recent Developments*, ACS Research Report No. 84, U.S. Department of Agriculture, Washington 1989.
- Williamson O.E.**, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, PWN, Warszawa 1998.
- Zwanenberg A.**, *Will Global Dairy Company be a True Co-operative?*, Food & Agribusiness Research, Rabobank International, 2001.

Strony internetowe:

- Frederick D.A.**, *Co-ops 101: An Introduction to Cooperatives*, *Cooperative Information Report* 55, U.S. Department of Agriculture 1997,
<http://www.rurdev.usda.gov/rbs/pub/cir55/cir55rpt.htm>; stan na dzień 23.11.2013 r.
- Royer J.S.**, *Cooperative Theory: A Neoclassical Approach*,
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.194.3580&rep=rep1&type=pdf>;
stan na dzień 23.11.2013.

Jan DWORNIAK
Michał PIETRZAK

**DAIRY COOPERATIVES – ECONOMIC FEATURES AND THE ROLE OF FINANCIAL AUDIT
IN CORPORATE GOVERNANCE**

(Summary)

There are two primary objectives of this paper. The first one is to discuss the economic justification of existence of agricultural cooperatives, particularly in dairy sector. Cooperatives are entities with intrinsic economic features which cause challenges for corporate governance. The second objective is to demonstrate the conditions and role of financial audit. It is particularly important according do governance challenges in dairy cooperatives. Authors of the paper review the economic literature in the subject area and discuss the law regulations. Furthermore they confront findings with practical examples drawn from their experience of auditing dairy cooperatives in Poland. The results show that audit of financial statements conducted in a proper way could be helpful mechanism in corporate governance in the case of dairy cooperatives.

Keywords: cooperatives, dairy industry, vaguely defined property rights, corporate governance, financial audit

Tomasz GABRUSEWICZ*

SPOŁECZNE ASPEKTY NADZORU KORPORACYJNEGO

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, rachunkowość, społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw, rachunkowość społecznej odpowiedzialności

1. Wstęp

Nadzór korporacyjny¹ (*corporate governance*) jest pojęciem wieloznacznym, które wywodzi się z prawa, organizacji i zarządzania, finansów i socjologii. Mimo wielu wysiłków podejmowanych przez grono naukowców i praktyków, nie istnieje jednoznaczna kompleksowa teoria lub model, które określałyby istotę nadzoru korporacyjnego. System *corporate governance* obejmuje prawa i regulacje obligatoryjne, zawarte w aktach prawnych² oraz zalecenia, których stosowanie jest dobrowolne, choć odbiorcy informacji finansowych oczekują od jednostek gospodarczych, zaliczanych do grona jednostek zaufania publicznego³, stosowania się do zasady: zastosuj się, albo się wytłumacz (*comply or explain*).

Do ekonomii pojęcie *corporate governance* wprowadził A. Smith, który w pracy z 1776 roku, zatytułowanej *The Wealth of Nations* po raz pierwszy

* Dr, Katedra Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: tomasz.gabrusewicz@ue.poznan.pl

¹ Precyzując pojęcie korporacji, autor proponuje przyjąć za korporację: spółkę akcyjną, stowarzyszenie, związek osób, które mają na celu realizację wspólnych celów gospodarczych.

² Do takich aktów prawnych w Polsce możemy zaliczyć m.in. Kodeks Spółek Handlowych, Prawo bankowe, Ustawę o rachunkowości, Międzynarodowe Standardy Rachunkowości itp.

³ Za jednostki zaufania publicznego uważa się: agendy rządowe, partie polityczne, jednostki sektora budżetowego, jednostki non profit, spółki Skarbu Państwa i z udziałem Skarbu Państwa oraz spółki działające na podstawie Ustawy Kodeks Spółek Handlowych.

zwrócił uwagę na następujące w ówczesnych korporacjach rozdzielanie własności i kontroli.

Do współczesnej teorii ekonomii pojęcie *corporate governance* zostało wprowadzone w pierwszej połowie lat 30. XX wieku przez A. Berle'a i G. Meansa, którzy poddali obserwacji funkcjonowanie amerykańskich korporacji, analizując związki między własnością, nadzorem korporacyjnym i efektami działalności gospodarczej⁴.

Artykuł ma na celu zaprezentowanie i usystematyzowanie różnych podejść do systemu *corporate governance*⁵, podkreślenie jego wagi i istoty w zarządzaniu przedsiębiorstwem oraz jego wpływu na jakość informacji finansowych, których odbiorcą jest szeroko pojęte społeczeństwo. Autor zwraca szczególną uwagę na aspekt społeczny nadzoru korporacyjnego, ściśle powiązany ze współczesną koncepcją odpowiedzialności społecznej.

Odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstw⁶ jest określana jako ruch przypisujący przedsiębiorstwom konkretną odpowiedzialność z tytułu społecznych konsekwencji prowadzonej przez nie działalności. Wyniki finansowe, mające najistotniejszą wartość dla akcjonariuszy, oszacowuje się w kontekście odpowiedzialności społecznej, która stanowi przedmiot troski stron materialnie zainteresowanych wynikami przedsiębiorstwa⁷. Na problem odpowiedzialności społecznej coraz większą uwagę zwracają duże przedsiębiorstwa międzynarodowe, atakowane przez ruchy przeciwnie globalizacji gospodarki. Innym, mniej defensywnym, powodem dla uwzględnienia odpowiedzialności społecznej jest fakt, że w długim okresie jest ona powiązana z wynikami finansowymi. Przykładowo: przedsiębiorstwo posiadające dobrą reputację przyciąga lepszych pracowników⁸.

⁴ M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 11.

⁵ K. Zalega, *Systemy Corporate Governance a efektywność zarządzania spółką kapitalową*, AGH, Warszawa 2003, s. 15.

⁶ Z ang. *Corporate Social Responsibility* – CSR.

⁷ Poprzez wyniki przedsiębiorstwa należy rozumieć jego sytuację majątkowo-finansową, która zostaje zaprezentowana w sprawozdaniu finansowym, i która może stanowić podstawę do oceny działalności jak i sytuacji gospodarczej jednostki. Stronami zainteresowanymi tymi informacjami mogą być: inwestorzy, kredytodawcy, kontrahenci, władze podatkowe, pracownicy, właściciele, zarząd przedsiębiorstwa. Zob. T. Waśniewski, W. Gos, *Rachunkowość przedsiębiorstw*, Fund. Rozw. Rach., Warszawa 2002, s. 5.

⁸ R. Patterson, *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości i finansów po polsku i angielsku*, Fund. Rozw. Rach. w Polsce, Warszawa 2002, s. 259.

2. Współczesna koncepcja odpowiedzialności społecznej

Etyka i odpowiedzialność społeczna w zasadzie dotyczą jakości naszych wzajemnych stosunków w czasie. Wiele organizacji ma do czynienia z trudnymi zagadnieniami naruszania interesów danej organizacji przez interesy innych.

Skandale giełdowe w Stanach Zjednoczonych i w Japonii, korupcja we Włoszech dotycząca przedsiębiorstwa i władze państwowe, możliwości i skutki wprowadzenia nowej techniki oraz coraz silniejsze wzajemne oddziaływania różnych kultur stanowią jedynie część zagadnień, które nadały pierwszoplanowe znaczenie pytaniom dotyczącym odpowiedzialności społecznej i etyki przedsiębiorstw.

Wielkie koncerny zawsze były przedmiotem krytyki. Zaczynając od przełomu XIX i XX wieku, prowadzący krucjaty dziennikarze, zwani *muckrakers*⁹, wywoływali oburzenie całego kraju, ujawniając nieuczciwe praktyki przedsiębiorstw. Doprowadzili do wdrożenia przez państwo wielu regulacji prawnych. Kolejne zaostżenia regulacji były następstwem Wielkiego Kryzysu, a później, w latach 60. i 70., ruchów praw obywatelskich i konsumenckich, które zarzucały korporacjom powodowanie coraz większej liczby problemów społecznych.

Przepisy państwowe określają pewne podstawowe reguły postępowania menedżerów, ale nie udzielają odpowiedzi na niektóre palące pytania: Gdzie się zaczyna odpowiedzialność społeczna organizacji? Gdzie się kończy? Aby odpowiedzieć na takie pytania, należy omówić różne poglądy na odpowiedzialność i wrażliwość społeczną korporacji w ostatnim stuleciu.

Parlament Europejski i Rada pod koniec grudnia ubiegłego roku przedłożyły wspólny projekt Dyrektywy o zarządzaniu korporacyjnym w sprawie ujawniania informacji o kwestiach niefinansowych i różnorodności pracowników przez pewne duże firmy i grupy. Znalazła się w nim propozycja, aby firmy, które zatrudniają więcej niż 500 pracowników i mają całkowity bilans roczny przekraczający 20 mln euro lub obrót netto powyżej 40 mln euro, informowały w rocznym sprawozdaniu o swoich dokonaniach na polu CSR, czyli tzw. społecznej odpowiedzialności biznesu. Chodzi przede wszystkim o zaangażowanie przedsiębiorstw w działalność na rzecz środowiska, pracowników, poszanowania praw człowieka i przeciwdziałania korupcji. Ponadto każda duża firma musiałaby wykazać, w jaki sposób dba o różnorodność za-

⁹ 'Grzebiący się w brudach' (tłum. T. G.).

trudnianych pracowników w takich aspektach jak wiek, płeć czy pochodzenie geograficzne. Wprawdzie obecny projekt dyrektywy na razie nie precyzuje sankcji za niestosowanie CSR, to jednak wiadomo, że firmy, które nie wprowadzą odpowiednich praktyk będą musiały „podać wyjaśnienie uzasadniające taką decyzję”¹⁰.

Prowadzenie działań z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu było dotychczas kwestią wewnętrzną decyzji firmy. Na razie tylko 6% dużych firm działających na terenie UE (czyli ok. 2,5 tys.) chwali się swoim społecznym zaangażowaniem w dorocznych sprawozdaniach. Rozwiązania przewidziane przez dyrektywę PE i Rady są więc nie tylko sprzeczne z prawem władz spółki do wyboru strategii biznesowej i wykorzystania zysków, ale także rodzą pytania o ich rzeczywistą skuteczność. Według A.P. Czapiel, w ślad za wdrożeniem dyrektywy może wzrosnąć liczba firm stosujących CSR, jednak prawdopodobnie w dużej mierze będą to działania fasadowe, podejmowane przez firmy w celu spełnienia unijnego wymogu i uniknięcia składania wyjaśnień. Zniechęcić firmy do rzetelnego raportowania o CSR może zwiększenie biurokracji i kosztów związanych z przygotowaniem wymaganych przez UE analiz działań społecznie odpowiedzialnych. Zwłaszcza że nadal żywa jest chęć nałożenia wymogu raportowania CSR także na małe i średnie przedsiębiorstwa.

Andrew Carnegie (1835–1919), założyciel konglomeratu U.S. Steel Corporation, wydał w 1899 roku książkę pod tytułem *The Gospel of Wealth*¹¹, w której zamieścił klasyczne określenie odpowiedzialności społecznej korporacji. Poglądy Carnegiego były oparte na dwóch podstawach: zasadzie miłosierdzia i zasadzie włodarstwa. Obydwie były jawnie paternalistyczne. Stawiały właścicieli przedsiębiorstw względem pracowników i klientów, którym brakuje umiejętności działania w najlepiej pojętym interesie własnym¹², w roli zbliżonej do roli rodziców względem dzieci. Oczekiwano zatem od przedsiębiorstw, że przeznaczą część swoich pieniędzy na cele dobroczynne, pomagając ludziom w nieszczęściu¹³. Sam Carnegie robił to, co głosił, rozdając miliony dolarów na cele dobroczynne i komunalne.

¹⁰ A.P. Czapiel, *FOR: obowiązek raportowania o CSR jest niepotrzebny*, <http://www.prawnik.pl/prawo/legislacja/arttykuly/772811,opinia-for-dotyczaca-csr.html>; stan na dzień 23.01.2014 r.

¹¹ ‘Ewangelia Bogactwa’ (tłum. T. G.).

¹² W.C. Frederick, *Corporate Social Responsibility and Business Ethics*, [w:] P. Sethi, C.M. Falbe (red.), *Business and Society*, Lexington Books, Lexington, Mass. 1987, s. 142–161.

¹³ *Ibidem*, s. 143.

Zasada włodarstwa, wywodząca się z Pisma Świętego, żądała od przedsiębiorstw i od zamożnych ludzi, aby uważali siebie wyłącznie za włodarzy, za opiekunów swojego majątku. Według koncepcji Carnegiego, reszta społeczeństwa powierzyła bogatym ich majątek. Mogą go używać tylko do celów uznawanych przez społeczeństwo za uprawnione, a rolą przedsiębiorstwa jest pomnażać majątek społeczeństwa przez zwiększanie własnego – w wyniku rozsądnego inwestowania zasobów, pozostających w jego władaniu¹⁴.

Koncern U.S. Steel, zgodnie z poglądami Carnegiego, czynnie realizował program filantropijny. Był to raczej wyjątek niż reguła¹⁵. Dopiero w okresie Wielkiego Kryzysu w latach 30. większa liczba menedżerów z własnej inicjatywy zaczęła interesować się społecznymi skutkami działalności przedsiębiorstw¹⁶.

W latach 50. i 60. zasady miłosierdzia i włodarstwa były już powszechnie akceptowane w amerykańskich kręgach gospodarczych, w miarę jak coraz więcej przedsiębiorstw uznawało, że władza rodzi odpowiedzialność. Nawet firmy nieuznające tej zasady zdały sobie sprawę, że jeżeli przedsiębiorstwa nie wezmą na siebie dobrowolnie obowiązków wobec społeczeństwa, to państwo zmusi je do ich przyjęcia¹⁷.

Niektórzy krytycy zarzucali, że koncepcja odpowiedzialności społecznej pozwala menedżerom wybierać społeczne zobowiązania ich korporacji według własnego uznania. Jednym z nich jest P. Płoszajski¹⁸, według którego trzeba odróżnić tak zwany formalizm CSR-owy, czyli wpisywanie strategii odpowiedzialności społecznej w oficjalne dokumenty, od CSR-u wmontowanego

¹⁴ *Ibidem*, s. 144.

¹⁵ **L.E. Preston**, *Social issues and Public Policy in Business and Management: Retrospect and Prospect*, University of Maryland College of Business and Management, College Park 1986, s. 3–4.

¹⁶ Np. w 1936 r. Robert Wood (dyr. nac. Sears & Roebuck) dumnie mówił o swoim „włodarstwie, o tej szerokiej społecznej odpowiedzialności, której nie da się wyrazić wzorami matematycznymi, ale która ma podstawowe znaczenie”. **L.E. Preston**, *Social issues...*

¹⁷ Jeden z problemów związanych z koncepcją odpowiedzialności społecznej wiąże się z kwestią jej realizacji w praktyce. Według niektórych krytyków, koncepcji tej brakowało wytycznych dotyczących odpowiedniej skali angażowania się przedsiębiorstw. Brakowało też wskazań, jak firma powinna wyważyć swoją odpowiedzialność społeczną względem innych rodzajów odpowiedzialności.

¹⁸ **P. Płoszajski**, *Wielki tłum patrzy*, wywiad przeprowadziła M. Krukowska, <http://www.forbes.pl/wielki-tlum-patrzy-csr-w-nowych-czasach,artykuly,142884,1,1.html>; stan na dzień 12.12.2013 r.

faktycznie w procesy biznesowe. Ten drugi rodzaj strategii nie jest sztucznym działaniem werbalnym i dokumentuje prawdziwą odpowiedzialność. Nie jest ważne, co deklarują firmy w swoich misjach. Ważniejsze jest, jak ich odpowiedzialność przekłada się na ich codzienne funkcjonowanie.

W latach 70. i 80. zbieżność skutków pewnych sił ekonomicznych skłoniła naukowców do ponownego przebadania koncepcji społecznej odpowiedzialności korporacji. Przedsiębiorstwa amerykańskie chwiały się pod wpływem dwóch ciosów: wzrostu kosztów energii oraz wzrostu nakładów, wynikających z obowiązku spełnienia wymagań nałożonych przez przepisy, których celem było ograniczenie zanieczyszczeń, ochrona konsumentów i zapewnienie równych szans. Ponadto inflacja i dług publiczny osiągnęły niebotyczne poziomy, co stanowiło dziedzictwo wojny wietnamskiej, programów budowy tzw. wielkiego społeczeństwa z lat 60.¹⁹ i nierównoważenia obrotów w handlu zagranicznym. Wielu twierdziło, że jeżeli przedsiębiorstwa mają przeżyć, to muszą się uwolnić od nieuzasadnionej odpowiedzialności społecznej i uzyskać zgodę na powrót do sprawy podstawowej: zarabiania pieniędzy. Nie jest to pogląd nowy. Jego głównym rzecznikiem był Milton Friedman, argumentujący, że przedsiębiorstwo ponosi odpowiedzialność przede wszystkim za maksymalizację zysków.

Według Friedmana, „istnieje tylko jeden jedyny rodzaj społecznej odpowiedzialności ze strony świata biznesu, wykorzystywać swe zasoby i podejmować działalność w celu zwiększenia własnych zysków na tyle, na ile pozostaje to zgodne z regułami gry [...] i przyjmować otwartą i wolną konkurencję, bez podstępów i oszustw”²⁰. Friedman uważa, że urzędnicy korporacji nie mają żadnej możliwości oceny względnej wagi problemów społecznych ani ilości zasobów organizacji, które należałoby przeznaczyć na rozwiązanie określonego problemu. Twierdzi też, że menedżerowie, decydujący o skierowaniu zasobów organizacji na cele wynikające z ich osobistych, a być może błędnych, poglą-

¹⁹ Programy zapoczątkowane przez prezydenta Lyndona Johnsona obejmowały m.in. rozszerzenie opieki zdrowotnej i socjalnej oraz rozwój oświaty publicznej. Zob. **J.A. Stoner, R.E. Freeman, Gilbert D.R. Jr.**, *Kierowanie*, przeł. A. Ehrlich, wyd. II zmien., PWE, Warszawa 2001, s. 115.

²⁰ **M. Friedman**, *Kapitalizm i wolność*, Centrum im. Adama Smitha & Rzeczypospolita, Warszawa 1993, s. 127–128.

dów na to, co stanowi dobro społeczne, niesłusznie obciążają kosztami tych decyzji swoich własnych akcjonariuszy, pracowników i klientów²¹.

Poglądy Friedmana zajmują krańcową pozycję na ciągłej skali, określającej podział odpowiedzialności społecznej między poszczególne segmenty społeczeństwa²². Większość menedżerów, a także innych osób, uważa, że zarówno władze państwowe, jak i społeczność biznesu, mają w pewnym stopniu obowiązek działania w interesie społeczeństwa. Zarówno korporacje, jak i instytucje państwowe są zależne od stopnia ich akceptacji przez społeczeństwo²³.

Zagadnienia związane z odpowiedzialnością społeczną mogą też w inny sposób zagrażać zyskowi korporacji, a mianowicie – przez sprawy sądowe wnoszone przez pracowników lub inne osoby. Organizacje mogą w ich wyniku tracić wiele pieniędzy²⁴.

Keith Davis powiedział, że istnieje żelazne prawo odpowiedzialności, stwierdzające, iż ci, którzy w długim okresie nie korzystają ze swojej władzy w sposób uznany przez społeczeństwo za odpowiedzialny, z czasem prawdopodobnie ją utracą²⁵. Być może więc w interesie własnym organizacji leży świadomość jej społecznej odpowiedzialności albo przynajmniej reagowanie na siły społeczne.

²¹ Argumentuje, że przedsiębiorstwa powinny sprawnie wytwarzać towary i usługi, a rozwiązywanie problemów społecznych pozostawić zaangażowanym w to osobom i instytucjom rządowym.

²² W tym rząd i społeczność biznesu.

²³ Np. przedsiębiorstwa podlegają przepisom ustanawianym przez federalny urząd bezpieczeństwa pracy i zdrowia (*Occupational Safety and Health Administration* – OSHA), zajmujący się sprawami bezpieczeństwa i higieny pracy.

²⁴ Po rozlaniu się w 1989 r. ropy naftowej u wybrzeży Alaski, w wyniku katastrofy tankowca należącego do koncernu i późniejszych sporów co do podjętych przez Exxon działań w celu usunięcia skutków, Exxon zaskarżył ponad 250 firm ubezpieczeniowych, aby odzyskać część poniesionych kosztów wynoszących 3,6 mld USD. Jednocześnie londyński Lloyd i inni ubezpieczyciele zaskarżyli Exxon, że dąży do uniknięcia wypłaty odszkodowań związanych z katastrofą. Rozwiązywanie spraw dotyczących odpowiedzialności społecznej może stanowić dla przedsiębiorstw dziedzinę trudną i stwarzającą duże problemy. Zob. **K.H. Hammonds**, *\$3 Billion for Asbestos Victims*, *Business Week*, 13.09.1993 r., s. 45.

²⁵ **K. Davis**, *The Meaning and Scope of Social Responsibility*, [w:] **J.W. McGuire** (red.), *Contemporary Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J. 1974, s. 631.

W 1979 roku Archie Carroll połączył filozoficzne koncepcje społecznej odpowiedzialności i społecznych reakcji w jedną teorię społecznej działalności korporacji, określanej jako społeczna efektywność korporacji²⁶.

Zgodnie z tą teorią, obszar dyskusji o społecznej odpowiedzialności jest wyznaczony przez zasady ekonomiczne, prawne i etyczne. Na przykład w Stanach Zjednoczonych popiera się wolność gospodarki (zasada ekonomiczna), prawo członków społeczeństwa do bezpiecznych miejsc pracy (zasada prawna) i równe szanse zatrudnienia (zasada etyczna). Łącznie te zasady tworzą umowę społeczną między biznesem a społeczeństwem, pozwalającą firmom na działanie w charakterze agentów moralności. W poszczególnych przedsiębiorstwach kierownicy dążą do wdrożenia zasad tej umowy społecznej do swoich procesów decyzyjnych i do polityki swojej firmy²⁷.

Społeczna efektywność korporacji jest ważną okolicznością dla wielu inwestorów, uznających, że wysoka efektywność społeczna danej organizacji jest nie tylko przejawem społecznej odpowiedzialności, ale także prawdziwie wysokiej efektywności finansowej.

Istnienie wielu różnorodnych wzorców i koncepcji społecznej efektywności oznacza, że musimy poznać leżące u ich podłoża założenia dotyczące organizacji i społeczeństwa. W końcu dochodzimy do etyki jako do nauki o podstawowych wartościach ludzi, organizacji i społeczeństwa.

Prezentując zachodzące zmiany w modelach nadzoru korporacyjnego, należy również zwrócić uwagę na stan, w jakim obecnie znajduje się polski system nadzoru, oraz zaprezentować kierunki, w jakich powinien zmierzać.

Dokonując analizy zawartych w tab. 1 punktów, można wywnioskować, iż w przyszłości system *corporate governance* powinien charakteryzować się, z jednej strony, sprawnymi i skutecznymi rynkowymi mechanizmami nadzoru i kontroli oraz dominacją inwestorów instytucjonalnych²⁸; z drugiej strony, należy dążyć do poprawy wewnętrznych mechanizmów sprawowania kontroli nad szeroko pojętym zarządzaniem przedsiębiorstwami.

²⁶ **A.B. Carroll**, *A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance*, *Academy of Management Review* 1979/4, s. 497–506.

²⁷ **S.L. Wartick, P.L. Cochran**, *The Evolution of The Corporate Social Performance Model*, *Academy of Management Review* 1985/10/4, s. 767.

²⁸ **A. Dembiński**, *Polski model nadzoru korporacyjnego – próba charakterystyki rodzimego systemu w konfrontacji ze światowymi tendencjami (cz. I)*, *Nasz Rynek Kapitałowy* 2002/11, s. 17–19.

TABELA 1: *Slabe strony corporate governance funkcjonującego w Polsce*

Obszar usprawnień	Sposób usprawnienia
1. Wspieranie aktywności akcjonariuszy	poprzez stworzenie bodźców dla funduszy emerytalnych, by aktywnie zaangażowały się w nadzór właścicielski (w naturalny sposób to właśnie one powinny być liderami w wywieraniu presji na spółki odnośnie poprawy standardów <i>corporate governance</i>).
2. Ułatwienie dokonywania tzw. wrogich przejęć	poprzez liberalizację wymogów w zakresie ujawnień związanych z nabywaniem znaczących pakietów akcji oraz uzyskiwania zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na przekroczenie określonych progów zaangażowania w spółce publicznej.
3. Wykraczanie poza minimalne standardy zachowań	zachęcanie spółek do wykraczania poza minimalne standardy zachowań, określone w powszechnie obowiązujących przepisach np.: <ul style="list-style-type: none"> • dobrowolnego rozszerzenia zakresu informacji udostępnianych akcjonariuszom, • tworzenia wewnętrznych kodeksów w zakresie <i>corporate governance</i>.
4. Zwiększenie niezależności i aktywności rad nadzorczych	przede wszystkim, przestrzegając zasad dobrej praktyki, by w radach nadzorczych zasiadali członkowie niezależni, wyposażeni w uprawnienia do zablokowania decyzji w sprawach szczególnie ważnych dla interesów akcjonariuszy mniejszościowych oraz wprowadzając motywacyjne systemy wynagradzania członków rad nadzorczych, oparte na wartości rynkowej spółki*.
5. Udoskonalenie egzekucji prawa	poprzez m.in.: <ul style="list-style-type: none"> • zwiększenie kompetencji Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, • przyspieszenie pracy sądów, • utworzenie sądu wyspecjalizowanego w zakresie rynku kapitałowego.
6. Zwalczanie procederu eksploatacji spółek córek przez dominujących akcjonariuszy	przez odpowiednio przygotowane służby kontrolno-skarbowe.
7. Wzmocnienie niezależności i wiarygodności audytu	przez: <ul style="list-style-type: none"> • dokonywanie przez spółkę zmiany audytora zewnętrznego co pewien czas, • stosowanie przejrzystych zasad wyboru audytora, • udzielanie przez biegłego rewidenta badającego spółkę wyczerpujących wyjaśnień i informacji.

* S. Rudolf, *Motywowanie rad nadzorczych spółek*, Nasz Rynek Kapitałowy, 2003/4, s. 31.

3. System *corporate governance* w Polsce i na świecie

System nadzoru korporacyjnego można zdefiniować jako zespół współistniejących i wzajemnie na siebie oddziaływujących instytucji prawnych i ekonomicznych, tworzących formalny lub nieformalny system regulacyjny, determinujący funkcjonowanie przedsiębiorstw²⁹.

Bardziej precyzyjne określenie pojęcia nadzoru korporacyjnego, jego zakresu tematycznego oraz fundamentalnych założeń jest trudne, stąd wynika zróżnicowanie definicyjne. Obszar problematyki obejmowanej w ramach *corporate governance* określony został w sposób dość szczegółowy w dokumencie opublikowanym przez OECD³⁰. Stwierdza się w nim, iż nadzór korporacyjny dotyczy relacji występujących między kadrami zarządzającą spółki, jej organami zarządzająco-nadzorczymi, akcjonariuszami i pozostałymi grupami zainteresowanymi działalnością prowadzoną w ramach podmiotu³¹. Zaznacza się także, iż stanowi on strukturę, w ramach której ustalane są cele przedsiębiorstwa oraz środki ich realizacji i śledzenia rezultatów³². Dobry nadzór korporacyjny powinien w sposób właściwy stymulować organy spółki i kadre zarządzającą do osiągania celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej wspólników; powinien także skutecznie ułatwiać śledzenie wyników, sprzyjając tym samym bardziej efektywnemu wykorzystaniu zasobów przez spółki. Funkcjonowanie skutecznego systemu nadzoru korporacyjnego, czy to w poszczególnych spółkach, czy też w całej gospodarce, przyczynia się do uzyskania większego zaufania, które jest istotnym czynnikiem zapewniającym sprawne działanie gospodarki rynkowej.

W Europie Zachodniej poszerzono zakres pojęcia nadzoru korporacyjnego i wskazano na konieczność poszukiwania równowagi pomiędzy interesami różnych grup społecznych. Istotą systemu nadzoru korporacyjnego jest za-

²⁹ P. Tamowicz, M. Dzierżanowski (red.), *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2002, s. 13.

³⁰ *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, Ministerstwo Skarbu Państwa 1999, s. 13. Wersja oryg.: *OECD Principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>; stan na dzień 12.12.2013 r.

³¹ Należy zaznaczyć, iż istnieje różnica co do organów nadzorczych nad działalnością spółek; w przypadku państw o systemie dwuinstancyjnym (np. Niemcy, Polska), są to rada nadzorcza i zarząd, a w przypadku krajów, w których obowiązuje system anglo-amerykański, jednoinstancyjny, funkcję zarządzającą i nadzorującą skupia w sobie organ rady dyrektorów.

³² *Zasady nadzoru...*, s. 13.

pewnienie równowagi pomiędzy interesami wszystkich podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji³³. *Corporate governance* nie odnosi się jedynie do właścicieli, ale dotyczy wszystkich podmiotów, które mają interes w działalności spółki (*stakeholders*). Interesy te są często rozbieżne dla poszczególnych grup osób³⁴ związanych z przedsiębiorstwem³⁵.

Teorie nadzoru korporacyjnego ciągle nie dostrzegają w dostatecznym stopniu roli wszystkich interesariuszy, a powinno to stanowić podstawę działania na rzecz postrzegania podmiotu jako odpowiedzialnego społecznie (*corporate social responsibility* – CSR). Szczególne znaczenia nabiera to zjawisko w odniesieniu do spółek publicznych, które każdego dnia podlegają swoistej ocenie poprzez decyzje kupna – sprzedaży emitowanych walorów.

Autor zwraca uwagę, rozszerzając twierdzenie J. Brillmana³⁶, iż w przyszłości zarządzanie należy utożsamić ze służbą na rzecz klientów, akcjonariuszy lub ich przedstawicieli, pracowników własnej organizacji jak i szeroko pojętego społeczeństwa. Przejawiać się to powinno w zachowaniu równowagi; ukierunkowaniu na zrównoważone zaspokajanie potrzeb, nie przez system przymusu, lecz przez określenie parametrów zmian, wywołanie współpracy i alokację zasobów zgodnie z przyjętymi priorytetami. Niejednokrotnie przedsiębiorstwa muszą funkcjonować w warunkach niepewności i wysoce niestabilnego otoczenia. W miejsce ścisłej hierarchii nakierowanej na wydawanie i egzekwowanie poleceń, powinno pojawić się podejście zakładające sprawowanie władzy adekwatnej do realizowanego zadania, jak i przypisanej, jasno określonej, odpowiedzialności za podjęte działanie.

Zgodnie z tokiem prezentowanego powyżej rozumowania, można przyjąć, iż każde sprawowanie władzy, czy to w firmie, czy w narodzie, degeneruje się

³³ Do tej grupy należy zaliczyć: właścicieli, menedżerów zarządzających, pracowników, kontrahentów.

³⁴ **T. Mendel**, *Próba określenia wpływu poszczególnych grup interesów (stakeholders) na zarządzanie przedsiębiorstwami*, [w:] **S. Rudolf** (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2000, s. 80.

³⁵ Do takiej grupy osób zalicza się podmioty spełniające następujące kryteria: a) wysuwanie żądań wobec firmy, b) posiadanie faktycznej lub potencjalnej siły wyegzekwowania postawionych żądań, c) posiadanie warunkowej lub bezwarunkowej chęci wykorzystania swojej siły wpływu na proces decyzyjny przedsiębiorstwa w celu realizacji postawionych żądań.

³⁶ **J. Brillman**, *Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania*, PWE, Warszawa 2002, s. 454.

w przeciętność i złe działanie, jeśli brakuje jasno określonej odpowiedzialności za wyniki i jasno określonej odpowiedzialności wobec kogoś³⁷.

Główną funkcją *corporate governance* jest nadzór nad należytym wypełnianiem głównego celu spółki, czyli troska o interesy właścicieli. Relacje pomiędzy personelem zarządzającym a różnymi od akcjonariuszy stronami, zaangażowanymi w funkcjonowanie podmiotu, odgrywają ważną rolę w maksymalizacji korzyści właścicieli. Z przyjęcia za cel spółki prymatu interesów jej właścicieli wynika bezpośrednio ogólna wytyczna dla personelu zarządzającego, nakazująca rozwiązywanie wszelkich konfliktów pomiędzy akcjonariuszami a pozostałymi interesariuszami na korzyść akcjonariuszy, gdy tylko nie jest to sprzeczne z przepisami prawa i normami etycznymi.

M. Jarzemowska stwierdza, iż różnorodność pojmowania *corporate governance* w znacznej mierze wiąże się z odmiennościami rzeczywistości gospodarczej, w jakiej działają spółki w różnych krajach. Na ukształtowanie tejże rzeczywistości istotny wpływ wywarły uwarunkowania historyczne, polityczne, społeczne i kulturowe³⁸.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa, znacząco odmienne, modele systemu nadzoru korporacyjnego – tj. model anglo-amerykański i model kontynentalny³⁹.

Należy również podkreślić, że obserwuje się istnienie procesu konwergencji obydwu modeli, który to proces zachodzi w wyniku następujących przemian⁴⁰:

³⁷ Autor zaznacza, iż tego typu rozumowanie tożsame jest z pojęciem i założeniami koncepcji teorii *accountability*. Zob. **T. Gabrusewicz**, *Odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstw w dobie globalizacji a teoria accountability*, Monitor Rachunkowości i Finansów, 2005/11, s. 2; **P.F. Drucker**, *Spółeczeństwo pokapitalistyczne*, PWN, Warszawa 1999, s. 68.

³⁸ **M. Jerzemowska**, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 22.

³⁹ Często model kontynentalny jest nazywany modelem kontynentalno-japońskim. Jednocześnie należy podkreślić, iż modele te zostały wygenerowane przez zespół cech ogólnych dla każdego z nich, co oznacza, iż dopuszcza się występowanie różnic w modelach nadzoru korporacyjnego pomiędzy państwami należącymi do tego samego podstawowego modelu. W artykule została pominięta szczegółowa charakterystyka obydwu modeli *corporate governance*.

⁴⁰ **M. Jerzemowska**, *Nadzór korporacyjny*, s. 41; **M. Jerzemowska**, *Nadzór korporacyjny i tendencje...*, s. 95; **A. Dembiński**, *Polski model...*, s. 19.

TABELA 2: *Zaobserwowane zmiany w nadzorze korporacyjnym*

Model nadzoru korporacyjnego	
Anglo-amerykański	Kontynentalny
Zaobserwowane zmiany	
<ul style="list-style-type: none"> – zwiększenie udziału inwestorów instytucjonalnych we własności spółek, głównie na skutek wzrostu znaczenia różnego rodzaju funduszy inwestycyjnych; 	<ul style="list-style-type: none"> – zmniejszenie zaangażowania kapitałowego w spółki akcyjne ze strony banków i innych przedsiębiorstw; – wzrost kapitalizacji giełd papierów wartościowych, głównie na skutek procesów prywatyzacyjnych; – upowszechnianie się zasady maksymalizacji bogactwa właścicieli jako nadrzędnego celu spółki;
<ul style="list-style-type: none"> – wzrost roli osób niezależnych w systemie nadzoru; – częstsze tworzenie tzw. komitetów powoływanych do sprawowania kontroli; – coraz większa dbałość ze strony kadry zarządzającej o relacje z inwestorami; – zwiększanie szczegółowości komunikacji z inwestorami poprzez stosowanie tzw. sprawozdań opisowych (narracyjnych); – upowszechnianie się Międzynarodowych Standardów Rachunkowości. 	

Źródło: oprac. własne na podst.: **M. Jerzemowska**, *Nadzór korporacyjny i tendencje jego zmian w wybranych krajach*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 95 i n.

4. Podsumowanie

Corporate governance to zasady, reguły, mechanizmy i instytucje służące do kontrolowania różnych aspektów zarządzania spółką, kontrola nad zarządzaniem w spółce, narzędzie badawcze⁴¹, jeden z istotnych podsystemów ustroju gospodarczego danego państwa, dotyczący jego uwarunkowań instytucjonalnych.

Istotą *corporate governance* jest zapewnienie prorozwojowej równowagi pomiędzy interesami wszystkich podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji. Poszerzając to stwierdzenie, należy dodać, iż jest to również system, przez który przedsiębiorstwa są kierowane i kontrolowane, a określony we właściwy sposób, minimalizuje koszty transakcyjne funkcjonowania

⁴¹ Analiza zjawiska podmiotowego to analiza funkcjonowania firmy, a także całej gospodarki: stosunków własności, liberalizacji gospodarki, roli rynków kapitałowych, relacji z bankami i innymi instytucjami.

firm. Jest to również zbiór relacji korporacji⁴² między dostawcami kapitału, produktu, usług i zasobów ludzkich, klientami, a nawet bardzo szeroko pojętym społeczeństwem. Może się odnosić do audytu i zasad rachunkowości, jak również do działalności udziałowców. Może obejmować wszystkie prawa, których funkcją jest zapewnienie odpowiedzialności (*accountability*) wobec udziałowców i ogółu społeczeństwa.

Inwestowanie z uwzględnieniem zasad odpowiedzialności społecznej powodować będzie kierowanie większej ilości kapitału do przedsiębiorstw postępujących zgodnie z zasadami odpowiedzialności społecznej. W związku z tym, biegli rewidenci będą musieli znaleźć metody uwierzytelniania sprawozdawczości w zakresie odpowiedzialności społecznej; tak, aby sprawozdawczość ta nie ograniczała się jedynie do kształtowania pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa. Zarządzający przedsiębiorstwem muszą zdawać sobie sprawę z faktu, iż przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu uznają konieczność prowadzenia sprawozdawczości w zakresie odpowiedzialności społecznej, po to, by sprostać oczekiwaniom akcjonariuszy, odpowiednio zarządzać działalnością i tworzyć wartość ekonomiczną. Angażuje się coraz więcej czasu, ludzi i pieniędzy w rozwinięcie systemów informacyjnych i systemów zarządzania, które dokonywać będą wiarygodnego i rzetelnego pomiaru wyników w tym zakresie⁴³.

Bibliografia

Opracowania:

- Brilman J.**, *Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania*, PWE, Warszawa 2002.
- Carroll A.B.**, *A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance*, Academy of Management Review 1979/4.
- Davis K.**, *The Meaning and Scope of Social Responsibility*, [w:] McGuire J.W. (red.) *Contemporary Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J. 1974.
- Dembiński A.**, *Polski model nadzoru korporacyjnego – próba charakterystyki rodzimego systemu w konfrontacji ze światowymi tendencjami (cz. I)*, Nasz Rynek Kapitałowy 2002/11.

⁴² *The Evolution of Corporate Governance In The United States*, Remarks of Ira M. Milstein, February 2, 1998, World Economic Forum, Davos, Egon Zehnder International; **M. Masny**, *Zarządzanie ryzykiem jako wymóg corporate governance*, Przegląd Prawa Handlowego, 2002/9 (120), s. 1.

⁴³ Wnioski podsumowujące z: *Conference Board of Canada Reporting on Corporate Social Responsibility: Results of a Survey of Canadian Companies*, 2000.

- Dembiński A.**, *Zamknięty model nadzoru korporacyjnego – czy jesteśmy na niego skazani?*, Nasz Rynek Kapitałowy 2003/1.
- Drucker P.F.**, *Społeczeństwo pokapitalistyczne*, PWN, Warszawa 1999.
- Frederick W.C.**, *Corporate Social Responsibility and Business Ethics*, [w:] Sethi P., Falbe C.M. (red.), *Business and Society*, Lexington Books, Lexington, Mass. 1987.
- Friedman M.**, *Kapitalizm i wolność*, Centrum im. Adama Smitha & Rzeczypospolita, Warszawa 1993.
- Hammonds K.H.**, *\$3 Billion for Asbestos Victims*, Business Week, 13 września 1993.
- Gabrusewicz T.**, *Odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstw w dobie globalizacji a teoria accountability*, Monitor Rachunkowości i Finansów 2005/11.
- Jerzemska M.**, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Jerzemska M.**, *Nadzór korporacyjny i tendencje jego zmian w wybranych krajach* [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001.
- Masny M.**, *Zarządzanie ryzykiem jako wymóg corporate governance*, Przegląd Prawa Handlowego 2002/9 (120).
- Mendel T.**, *Próba określenia wpływu poszczególnych grup interesów (stakeholders) na zarządzanie przedsiębiorstwami*, [w:] Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2000.
- Patterson R.**, *Kompendium terminów z zakresu rachunkowości i finansów po polsku i angielsku*, Fund. Rozw. Rach. w Polsce, Warszawa 2002.
- Conference Board of Canada Reporting on Corporate Social Responsibility: Results of a Survey of Canadian Companies*, 2000.
- Preston L.E.**, *Social issues and Public Policy in Business and Management: Retrospect and Prospect*, University of Maryland College of Business and Management, College Park 1986.
- Rudolf S.**, *Motywowanie rad nadzorczych spółek*, Nasz Rynek Kapitałowy 2003/4.
- Tamowicz P.**, **Dzierżanowski M.** (red.), *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2002.
- Stoner J.A.**, **Freeman R.E.**, **Gilbert D.R. Jr.**, *Kierowanie*, przeł. A. Ehrlich, wyd. II zmien., PWE, Warszawa 2001.
- Waśniewski T.**, **Gos W.**, *Rachunkowość przedsiębiorstw*, Fund. Rozw. Rach., Warszawa 2002.
- Wartick S.L.**, **Cochran P.L.**, *The Evolution of The Corporate Social Performance Model*, Academy of Management Review 1985/10/4.
- Zalega K.**, *Systemy Corporate Governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, AGH, Warszawa 2003.
- Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, Ministerstwo Skarbu Państwa 1999.

Strony internetowe:

- Czapiel A.P.**, *FOR: obowiązek raportowania o CSR jest niepotrzebny*, <http://www.prawnik.pl/prawo/legislacja/artykuly/772811,opinia-for-dotyczaca-csr.html>, stan na dzień 23.01.2014 r.
- OECD Principles of Corporate Governance*, <http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesof-corporategovernance.htm>; stan na dzień 12.12.2013 r.
- Płoszajski P.**, *Wielki tłum patrzy*, wywiad przeprowadziła M. Krukowska, <http://www.forbes.pl/wielki-tlum-patrzy-csr-w-nowych-czasach,artykuly,142884,1,1.html>; stan na dzień z 12.12.2013 r.

Tomasz GABRUSEWICZ

SOCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE

(Summary)

In the future corporate governance should be efficient and effective market mechanism of control and domination of institutional investors, and from other way it should pursue to improvement of internal control mechanisms over entities. Making an investment with taking into consideration of social responsibility of corporations will cause movement of capital to entities which follows with social responsibility rules.

The article emphasizes the growing importance of different models of corporate governance and the role of corporate governance in the development of social responsibility of corporations.

Keywords: corporate governance, accounting, corporate social responsibility, social responsibility accounting

Dagmara GAD*

ŹRÓDŁA KONFLIKTU AGENCYJNEGO W TOWARZYSTWACH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Słowa kluczowe: teoria agencji, konflikt agencji, towarzystwo funduszy inwestycyjnych

1. Wstęp

Towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które tworzone są przez fundusze inwestycyjne, należą do jednych z najbardziej znaczących pośredników finansowych. To one zarządzają środkami pozyskanymi przez fundusze inwestycyjne od podmiotów dysponujących nadwyżkami finansowymi. Uczestnikami funduszy są zazwyczaj osoby, które nie dysponują profesjonalną wiedzą i brak im doświadczenia w podejmowaniu działań inwestycyjnych, a często posiadają również niedobór środków finansowych na samodzielne inwestycje.

Właściciele kapitału (uczestnicy funduszu), powierzając menedżerom zarządzanie kapitałem, oczekują od nich realizacji takiej polityki, która zapewni im maksymalizację bogactwa. Tymczasem menedżerowie mają skłonność do podejmowania działań, które zapewnią realizację ich własnych celów. Oddzielenie własności od zarządzania powoduje pojawienie się konfliktu interesów między właścicielami kapitału i zarządzającymi nim. Konflikt interesów podejmowany jest najczęściej na gruncie teorii agencji, która stara się znaleźć sposób na stworzenie takiego systemu zachęt i bodźców, które pozwoliłyby na zapewnienie zbieżności celów obu tych grup¹.

* Doktorantka w Katedrze Ekonomii Instytucjonalnej, Uniwersytet Łódzki; e-mail: dagmara.gad@gmail.com

¹ **P. Urbanek**, *Nadzór właścicielski a systemy motywowania zarządów spółek*, [w:] **S. Rudolf** (red.), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, WN PWN, Warszawa 1999, s. 134–135.

Celem artykułu jest przedstawienie, na bazie studiów literaturowych, źródeł teorii agencji związanych z funkcjonowaniem towarzystw funduszy inwestycyjnych. W części empirycznej artykułu zostaną przedstawione potencjalne płaszczyzny konfliktu agencyjnego na przykładzie AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA.

2. Podstawowe założenia teorii agencji

Jedną z teorii przedsiębiorstwa, która stanowi podbudowę dla nadzoru korporacyjnego, jest teoria agencji². Na przełomie lat 60. i 70. XX wieku powstawały pierwsze publikacje dotyczące zagadnień związanych z podziałem ryzyka między dwiema stronami, które charakteryzowały się odmiennym podejściem do ryzyka³. Teoria agencji została zaprezentowana po raz pierwszy przez M.C. Jensena i W.H. Mecklinga w 1976 roku⁴. Autorzy ci zdefiniowali zależność, występującą w teorii agencji jako kontrakt, na mocy którego jedna strona (pryncypał) deleguje obowiązki podejmowania decyzji na drugą stronę (agenta)⁵. Można zidentyfikować zjawisko oddzielenia własności od zarządzania, polegające na finansowaniu działalności przedsiębiorstwa przez pryncypała i zarządzaniu nim przez agenta. Zatem, agent „funkcjonuje” w ramach przedsiębiorstwa, a tymczasem pryncypał „funkcjonuje” poza nim, będąc jedynie dawcą kapitału (zob. rys. 1).

W ramach teorii agencji wyróżnia się dwa podstawowe problemy⁶:

1. Dążenia i cele pryncypała oraz agenta pozostają w konflikcie, a ponadto weryfikacja zachowań i działalności agenta jest trudna lub kosztowna.
2. Odmienne podejście do ryzyka przez pryncypała i agenta.

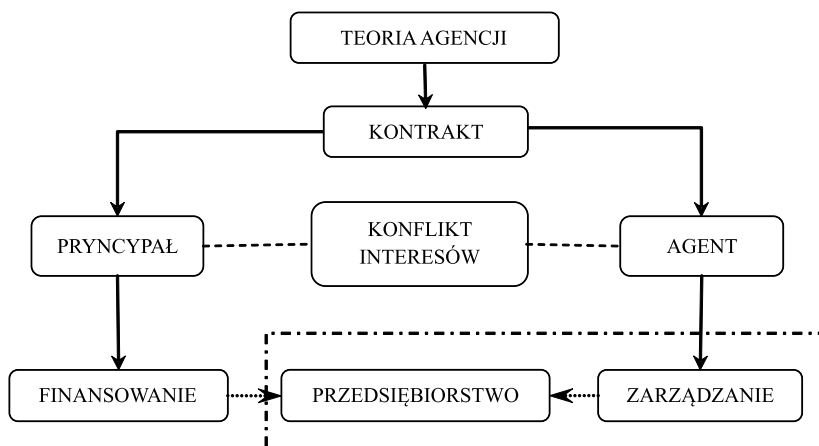
² Problematyka nadzoru korporacyjnego w kontekście teorii przedsiębiorstwa została zaprezentowana przez P. Urbankę. Zob. **P. Urbanek**, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 19–46.

³ Por. **K. Arrow**, *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Markham Publishing Co., Chicago 1971, cyt. za: **K.M. Eisenhardt**, *Agency Theory: An Assessment and Review*, *Academy of Management Review* 1989/14/1, s. 58; **R. Wilson**, *On the Theory of Syndicates*, *Econometrica* 1968/36/1, cyt. za: **K.M. Eisenhardt**, *Agency...*, s. 58.

⁴ Zob. **M.C. Jensen**, **W.H. Meckling**, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 1976/3, s. 305–360.

⁵ *Ibidem*, s. 308.

⁶ **K.M. Eisenhardt**, *Agency...*, s. 58.

RYSUNEK 1: *Istota teorii agencji*

Źródło: oprac. własne.

W sytuacji, gdy obie strony kontraktu nastawione są na maksymalizację swojej użyteczności⁷, należy założyć, że agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała. Rozbieżności interesów między pryncypałem i agentem mogą być niwelowane poprzez stworzenie odpowiednich zachęt dla agenta, m.in. poprzez wprowadzenie kontraktów opierających się na wynikach⁸. Za sprawą kontraktów bodźcowych preferencje zleceniodawcy i wykonawcy mogłyby być bardziej zbliżone. Takimi zachętami (bodźcami) dla menedżerów są: możliwość uzyskania opcji na zakup akcji po cenach preferencyjnych czy też udostępnianie części akcji spółki (np. pochodzących z nowych emisji)⁹. Takie działanie ma na celu ograniczenie nieprawidłowych działań ze strony agenta, jednak związane jest z monitoringiem i ponoszeniem kosztów agencji. Do kosztów agencji zalicza się: koszty konstrukcji kontraktu, koszty monitorowania i kontrolowania menedżerów przez właścicieli, koszty

⁷ Użyteczność w niniejszym artykule rozumiana jest jako suma zadowolenia (satysfakcji) z konsumpcji lub posiadania określonej kombinacji dóbr. Zob. **R. Milewski, E. Kwiatkowski** (red.), *Podstawy ekonomii*, WN PWN, Warszawa 2005, s. 545.

⁸ **M.C. Jensen, W.H. Meckling**, *Theory...*, s. 308.

⁹ **J. Jeżak**, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 146.

ubezpieczeń agenta oraz stratę rezydualną (różnica wartości, którą ponosi pryncypał, wynikająca z rozbieżności interesów agenta i pryncypała)¹⁰.

Problem podziału ryzyka na linii pryncypał – agent wydaje się równie ważny. Oba podmioty preferują podejmowanie różnych działań w ramach zarządzania przedsiębiorstwem, ze względu na odmienne podejście do ryzyka. Pryncypał, będący dawcą kapitału, charakteryzuje się stosunkowo dużą skłonnością do ryzyka. Wynika to z faktu, iż akcjonariusz może zdywersyfikować swój portfel akcji. Tymczasem menedżer, który zarządza kapitałem przedsiębiorstwa, charakteryzuje się dużą awersją do ryzyka, chcąc w ten sposób minimalizować zagrożenie bankructwa (zob. tab. 1)¹¹.

TABELA 1: *Pryncypał a agent – analiza porównawcza*

Kryteria porównawcze	PRYNCYPAŁ	AGENT
Strony w teorii agencji	Właściciel (akcjonariusz)	Menedżer
Rola w przedsiębiorstwie	Dawca kapitału	Zarządzający kapitałem
Horyzont czasowy inwestycji	Długookresowy	Krótkookresowy
Podejście do ryzyka	Skłonność do ryzyka	Awersja do ryzyka
Dostęp do informacji	Mniejszy (niepełne informacje)	Większy (pełne informacje)

Źródło: oprac. własne.

Teoria agencji podejmuje problem konfliktu interesów na linii pryncypał – agent, czyli właściciel – menedżer, również pod względem podejścia do inwestycji. Menedżerowie preferują inwestycje o krótkim horyzoncie czasowym, co wynika m.in. z ograniczonego okresu zatrudnienia menedżerów. Rentowność spółki w krótkim okresie jest dla nich istotna, aby móc rozliczyć się z efektów zarządzania majątkiem powierzonym im przedsiębiorstwa¹². Czasami zarządzający kapitałem inwestują w nieefektywne projekty, celem zaspokojenia własnych ambicji zawodowych. Często nie kierują się maksy-

¹⁰ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory...*, s. 308; M. Aluchna, *Koszty agencji jako determinanta efektywności nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. UŁ, Łódź 2002, s. 79–80.

¹¹ S.R. Gray, A.A. Cannella Jr., *The role of the Risk in Executive Compensation*, *Journal of Management* 1997/23/4, cyt. za: J. Gad, *Rachunkowość w procesie nadzoru w spółkach publicznych*, Wyd. UŁ, Łódź 2011, s. 21.

¹² K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitalową*, Wyd. SGH, Warszawa 2003, s. 103–104.

malizacją wartości rynkowej kapitału akcyjnego. Ponadto, dążą do uzyskania nadmiernych korzyści pozapłacowych (np. wysokie wydatki reprezentacyjne, luksusowe samochody, ekskluzywne biura, wysokie koszty podróży służbowych). Niekiedy dochodzi nawet do próby przywłaszczenia majątku spółki przez zarządzających, chociażby przez sprzedaż części majątku spółki po zaniżonych cenach przedsiębiorstwom, których właścicielami są krewni i znajomi menedżerów¹³. Tymczasem akcjonariusze preferują długookresowe i bardziej zyskowe przedsięwzięcia¹⁴, gdyż wartość akcji, będących w ich posiadaniu, określana jest między innymi przez oczekiwaną przyszłą rentowność przedsiębiorstwa.

Istotnym problemem z punktu widzenia teorii agencji, powiązaniem z ryzykiem, jest dostęp akcjonariuszy do informacji¹⁵. Posiadanie niepełnych informacji, tzw. asymetria informacji¹⁶, może m.in. powodować podejmowanie sprzecznych decyzji odnośnie działalności przedsiębiorstwa.

Przez zjawisko asymetrii informacji rozumie się sytuację, w której jedna strona posiada lepsze i bardziej szczegółowe informacje na temat przedsiębiorstwa niż druga strona¹⁷. Posiadanie błędnych lub niepełnych informacji może prowadzić do podjęcia nieracjonalnych decyzji. Problem asymetrii informacji „w odniesieniu do przedsiębiorstw polega na tym, iż na skutek rozdzielania własności od zarządzania właściciele nie mają bezpośredniego dostępu do informacji o spółce. Tym samym nie mają bezpośredniego wpływu na funkcjonowanie korporacji”¹⁸. Agent wie więcej na temat działalności przedsiębiorstwa, gdyż sam nim zarządza i zna szczegóły chociażby podejmowanych przez niego decyzji. Jego zwierzchnik posiada ograniczony dostęp do informacji, dysponując jedynie częściowymi danymi.

¹³ J. Jeżak, *Lad...*, s. 145–146.

¹⁴ D. Dobija, *Developments of Corporate Governance in Poland: Implications for Accounting*, [w:] I. Górowski (red.), *General Accounting Theory. Evolution and Design for Efficiency*, Academic and Professional Press, WSiP SA Group, Warsaw 2008, s. 124.

¹⁵ B.M. Oviat, *Agency and Transaction Cost Perspective on the Manager – Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, *Academy of Management Review* 1998/13/2, s. 214–215, cyt. za: P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 49.

¹⁶ Szerzej na temat asymetrii informacji w: A. Blajer-Golębiowska, *Asymetria informacji w relacjach inwestorskich. Perspektywa nadzoru korporacyjnego*, Wyd. UG, Gdańsk 2012.

¹⁷ Por. A. Skowroński, *Wpływ asymetrii informacji na decyzje finansowe przedsiębiorstw*, *Ruch Prawn., Ekonom. i Socjol.* 2005/LXVII/3, s. 151.

¹⁸ J. Gad, *Rachunkowość...*, s. 22.

3. Konflikt agencji w towarzystwach funduszy inwestycyjnych

Inwestorami instytucjonalnymi są instytucje, którym zostały powierzone środki indywidualnych podmiotów, celem ich efektywnego zarządzania¹⁹. Do tej grupy inwestorów²⁰ zaliczyć można towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI).

Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest spółką akcyjną, powołaną wyłącznie w celu tworzenia funduszy inwestycyjnych, zarządzania nimi i reprezentowania ich wobec osób trzecich. Aktem regulującym działalność TFI jest *Ustawa o funduszach inwestycyjnych*²¹. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu, działalność podmiotu zarządzającego (TFI) nierozdzielnie związana jest z działalnością funduszu inwestycyjnego. Owa łączność przejawia się równocześnie w trzech płaszczyznach²²:

- strukturalnej – towarzystwo jest obligatoryjnym organem funduszu;
- funkcjonalnej – prowadzenie przez fundusz działalności statutowej zostało ściśle powiązane z działalnością prowadzoną przez towarzystwo, polegającą głównie na tworzeniu funduszy inwestycyjnych i zarządzaniu nimi;
- organizacyjnej – fundusz nie posiada pełnej samodzielności w sensie organizacyjnym, m.in. nie zatrudnia pracowników, siedzibą i adresem funduszu inwestycyjnego jest siedziba i adres towarzystwa.

Należy jednak dodać, iż fundusz posiada niezależność niezbędną do zapewnienia należytej ochrony interesów uczestników funduszu. Oba podmioty są niezależnymi osobami prawnymi²³. Fundusz inwestycyjny nie jest odpowiedzialny za zobowiązania zaciągnięte przez towarzystwo we własnym imieniu i zobowiązania towarzystwa nie mogą być pokryte z majątku funduszu. Ponadto, upadłość towarzystwa nie stwarza bezpośredniego zagrożenia dla bezpieczeństwa aktywów funduszu i ciągłości jego działalności²⁴. Towarzy-

¹⁹ **D. Malinowska**, *Inwestorzy instytucjonalni na polskim rynku kapitałowym na przykładzie spółek indeksu WIG20*, [w:] **P. Urbanek** (red.), *Nadzór korporacyjny...*, s. 564.

²⁰ Szerzej na temat znaczenia i klasyfikacji inwestorów instytucjonalnych: **D. Malinowska**, **J. Gad**, *Institutional Investors in the largest polish capital companies – theory and practice*, *Ad Alta: Journal of Interdisciplinary Research* 2012/2/2, s. 20–23.

²¹ Ustawa z dn. 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r., Nr 146, poz. 1546), art. 4, ust. 1; art. 38, ust. 1.

²² **R. Mroczkowski**, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 159–160.

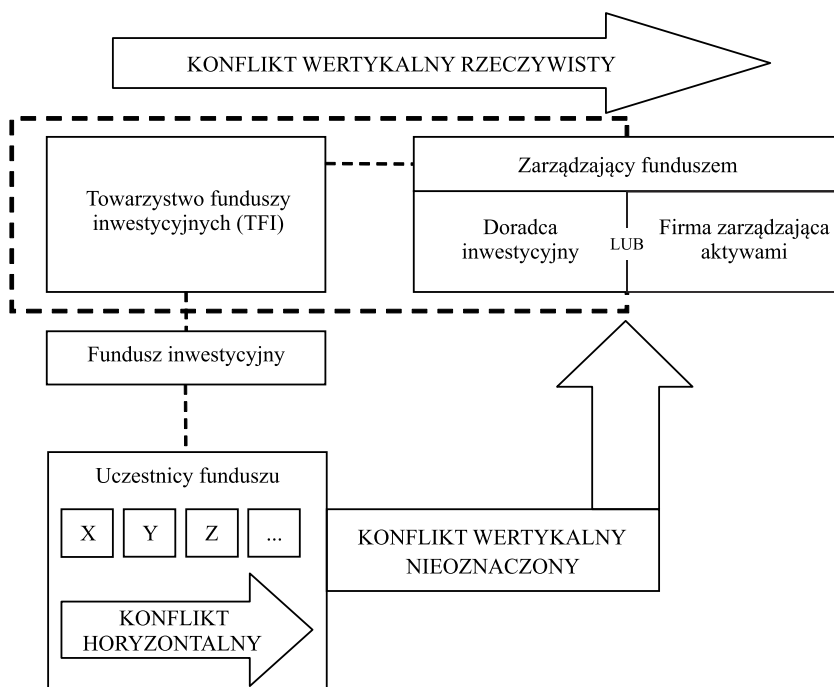
²³ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r..., art. 4, ust. 4.

²⁴ **R. Mroczkowski**, *Nadzór...*, s. 160.

stwo, w ramach obowiązków związanych z zarządzaniem funduszem, podejmuje wszelkie decyzje inwestycyjne, których ryzyko ekonomiczne ponoszą uczestnicy funduszu²⁵.

W relacjach pomiędzy towarzystwem funduszu inwestycyjnego, zarządzającym funduszem inwestycyjnym, a uczestnikami funduszu może wystąpić problem agencji. Co więcej, relacja agencyjna występująca między tymi podmiotami może mieć charakter wertykalny, jak i horyzontalny (zob. rys. 2).

RYSUNEK 2: Źródła konfliktu agencyjnego w TFI



Źródło: oprac. własne.

Wertykalny konflikt agencji występuje między pryncypałem i agentem, czyli między interesami menedżerów i udziałowców. Tymczasem, konflikt

²⁵ *Ibidem*.

agencji horyzontalny występuje na linii pryncypał – pryncypał, czyli między interesami różnych grup udziałowców²⁶.

Wydaje się, że można zidentyfikować trzy źródła (płaszczyzny) konfliktu agencyjnego związane z funkcjonowaniem towarzystwa funduszu inwestycyjnego (w tym dwa o charakterze wertykalnym i jedno o charakterze horyzontalnym):

1. Konflikt wertykalny rzeczywisty między TFI a zarządzającym funduszami (doradcą inwestycyjnym lub firmą zarządzającą aktywami, tzw. *asset management*).
2. Konflikt wertykalny nieoznaczony pomiędzy uczestnikami funduszu a zarządzającym funduszem (doradcą inwestycyjnym lub firmą zarządzającą aktywami, tzw. *asset management*).
3. Konflikt horyzontalny między uczestnikami funduszu.

Jednym ze źródeł konfliktu agencyjnego, który można zaobserwować w ramach funkcjonowania TFI, jest konflikt wertykalny rzeczywisty na płaszczyźnie towarzystwo funduszy inwestycyjnych (pryncypał) – zarządzający funduszami (agent). Funkcja zarządzającego funduszami może być wykonywana przez doradców inwestycyjnych, którzy są zatrudnieni przez towarzystwo²⁷ lub też przez firmę zewnętrzną zarządzającą aktywami, tzw. *asset management*. Menedżerowie (doradcy inwestycyjni lub *asset management*), odpowiedzialni za dobór portfela inwestycyjnego funduszu, posiadają wiedzę i doświadczenie w podejmowaniu działań inwestycyjnych. Swoje decyzje podejmują w oparciu o profesjonalne analizy rynkowe i finansowe, dotyczące poszczególnych przedsiębiorstw, papierów wartościowych. Ich wybory powinny być zgodne z ogólnymi założeniami opisanymi w prospekcie danego funduszu²⁸.

Istotną różnicą między TFI i zarządzającym kapitałem (doradca inwestycyjny lub *asset management*) jest horyzont czasowy inwestycji. Zarządzający funduszami inwestycyjnymi (agent) skłania się raczej ku krótkoterminowej

²⁶ Szerzej na temat wertykalnego i horyzontalnego konfliktu agencyjnego w: **K. Campbell**, *Corporate Governance after the Financial Crisis: Institutional Investors and the Stewardship Function*, Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego 2011/2/1, s. 35–36; **M.J. Roe**, *The Institution of Corporate Governance*, Harvard Law School, Discussion Paper 2004/488/08, s. 2 i n.; **K. Oplustil**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 16–34.

²⁷ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. ..., art. 45, ust. 4.

²⁸ **M. Bojańczyk**, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, SGH w Warszawie, Warszawa 2005, s. 26–27.

polityce inwestycyjnej. Menedżer zarządzający funduszem i podejmujący decyzje inwestycyjne jest zatrudniony w TFI na dany okres, a jego system wynagradzania zależny jest od osiągniętych wyników rocznych. Motyw finansowy, związany z chęcią maksymalizacji wynagrodzenia prowizyjnego, bazującego na osiągniętych wynikach inwestycyjnych, w działaniach zarządzającego funduszem może nasilić jego awersję do strat i ograniczać przedział czasowy przyjmowanych założeń polityki inwestycyjnej do horyzontu odpowiadającego okresowi naliczania premii za wyniki²⁹. Z tej przyczyny jego krótkowzroczna perspektywa wydaje się uzasadniona. Tymczasem TFI (pryncypał) preferuje długookresową perspektywę inwestycji i bardziej zyskowe przedsięwzięcia, które oczywiście wiążą się z większą skłonnością do ryzyka. Z punktu widzenia horyzontu czasowego inwestycji i podejścia do ryzyka, między TFI i zarządzającym kapitałem identyfikuje się konflikt agencji.

Ponadto, między tymi dwoma podmiotami pojawia się zjawisko asymetrii informacji, które może mieć dwojaki charakter: „ukrytych informacji” lub „ukrytych działań”³⁰. Posiadanie niepełnych informacji przez pryncypała uniemożliwia mu kontrolowanie podejmowanych przez agenta decyzji inwestycyjnych³¹. Agent, posiadając pełne informacje, może je wykorzystać w celu maksymalizacji swojej użyteczności (swojego bogactwa)³². Na przykład: zarządzający portfelem inwestycyjnym funduszu może posiadać informacje na temat spadku wartości pewnego aktywa w niedalekiej przyszłości. Będzie on jednak dalej inwestował w to aktywo ze względu na dodatkowe korzyści uzyskane z tej inwestycji³³, gdyż zazwyczaj wynagrodzenie zarządzającego funduszem jest powiązane z wynikami osiąganymi przez ten fundusz. Ponadto,

²⁹ **A. Cieślak**, *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, Materiały i Studia NBP 2003/165, s. 100–101, cyt. za: **K. Stańczak-Strumillo**, *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa 2013, s. 132.

³⁰ **A. Kleine**, *Entscheidungstheoretische Aspekte der Principal – Agent Theorie*, Heidelberg 1995, s. 31, cyt. za: **T. Bednarczyk, D. Eichler**, *Theory of Mutual Funds: The Effects of Principal Agency Conflicts on Mutual Fund Size*, Working Paper, October 2002, s. 7, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=905113; stan na dzień 1.02.2014 r.

³¹ **R. Richter, E.G. Furubotn**, *Neue Institutionenökonomik: eine Einführung und kritische Würdigung*, Tübingen 1999, s. 196, cyt. za: **T. Bednarczyk, D. Eichler**, *Theory...*, s. 7.

³² **V. Breid**, *Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungssträgern*, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1995/47/9, s. 824, cyt. za: **T. Bednarczyk, D. Eichler**, *Theory...*, s. 7.

³³ **T. Bednarczyk, D. Eichler**, *Theory...*, s. 7.

istnieje zagrożenie podejmowania „ukrytych działań” przez agenta, nakierowanych na uzyskiwanie własnych korzyści. Pryncypał nie może w żaden sposób kontrolować tego rodzaju działań i w pełni przeciwdziałać oportunistycznym zachowaniom agenta³⁴.

Kolejnym źródłem konfliktu agencyjnego, związanym z funkcjonowaniem towarzystwa funduszu inwestycyjnego, jest konflikt wertykalny nieoznaczony pomiędzy uczestnikami funduszu (pryncypał) a zarządzającym funduszem (agent)³⁵. Zarządzający funduszem podejmuje decyzje inwestycyjne odnośnie środków, które zostały pozyskane od wielu inwestorów. Tymczasem uczestnicy funduszu oczekują od agenta efektywnego zarządzania ich kapitałem. Między tymi dwoma podmiotami można jednak dostrzec rozbieżność celów i podejścia do ryzyka³⁶. Uczestnicy funduszu często minimalizują ryzyko poprzez budowę zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych i w związku z tym są bardziej otwarci na inwestycje charakteryzujące się wyższym poziomem ryzyka, umożliwiające osiągnięcie ponadprzeciętnego zysku. Z kolei zarządzający mogą wykazywać większą awersję do ryzyka w trakcie zarządzania środkami uczestników funduszu i mogą opowiadać się za inwestycjami mniej ryzykownymi.

Ponadto dostrzega się występowanie silnej asymetrii informacji między uczestnikami funduszu a ich zarządzającymi. Menedżerowie mają przewagę w dostępie do informacji na temat działalności inwestycyjnej funduszu, tymczasem drobni inwestorzy mają ograniczoną zdolność do weryfikacji i oceny działań agenta. Uczestnicy funduszu mają jedynie dostęp do ogólnych informacji na temat przyjętej polityki inwestycyjnej. Co więcej, brakuje im również odpowiedniej wiedzy i doświadczenia.

Istotnym zagadnieniem, związanym z funkcjonowaniem towarzystwa funduszu inwestycyjnego, wydaje się również horyzontalny konflikt agencji między uczestnikami funduszu. Uczestnicy funduszu nie stanowią jednolitej grupy, a ich cele i dążenia mogą się różnić, a nawet pozostawać w konflikcie. Konflikt na linii pryncypał – pryncypał dostrzegalny jest chociażby pod względem dostępu do informacji. Drobni inwestorzy mają mniejszy dostęp do

³⁴ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory...*, s. 308–310.

³⁵ Zob. O.G. Mahoney, *Manager–Investor Conflicts In Mutual Funds*, *Journal of Economic Perspectives* Spring 2004/18/2, s. 161–182; F.Z. Dalmácio, V. Nossa, *The Agency Theory Applied to the Investment Funds*, *Brazilian Business Review* 2004/1/1, s. 31–44.

³⁶ Zob. J.A. Chevalier, G.D. Ellison, *Risk taking by mutual funds as a response to incentives*, *Journal of Political Economy* 1997/105/6, s. 1167–1200.

informacji na temat działalności funduszu niż inwestorzy, którzy dysponują większym kapitał inwestycyjnym.

5. Potencjalne obszary konfliktu agencyjnego w TFI – przykład AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA

AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA³⁷ jest jednym z 56 TFI³⁸ działających na polskim rynku (prowadzenie tej działalności wymaga zgody Komisji Nadzoru Finansowego). AXA TFI zarządza dwoma funduszami: AXA Fundusz Inwestycyjny Otwarty oraz AXA Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Globalnych Obligacji. W ramach tego pierwszego wydzielonych jest 9 subfunduszy (tzw. fundusze parasolowe): AXA Subfundusz Akcji, AXA Subfundusz Akcji „Big Players”, AXA Subfundusz Antyinflacyjny, AXA Subfundusz Cyklu Koniunkturalnego, AXA Subfundusz Equity Active Asset Allocation, AXA Subfundusz Lokacyjny, AXA Subfundusz Obligacji, AXA Subfundusz Stabilnego Wzrostu.

Co więcej, AXA TFI nie korzysta z usług firmy zarządzającej aktywami. Zatrudnia pięciu doradców inwestycyjnych³⁹, którzy dysponują profesjonalną wiedzą i doświadczeniem na rynku finansowym, i to oni podejmują decyzje inwestycyjne dotyczące poszczególnych funduszy/subfunduszy inwestycyjnych towarzystwa.

W przypadku AXA TFI i podmiotów powiązanych z działalnością tego towarzystwa można zidentyfikować potencjalne obszary konfliktu agencyjnego (zob. rys. 3).

Konflikt na linii AXA TFI (pryncypał) – doradca inwestycyjny (agent) może mieć charakter wertykalnego rzeczywistego konfliktu agencyjnego. Między tymi dwoma podmiotami można zaobserwować znaczącą dysproporcję w dostępie do informacji. Ze względu na występowanie zjawiska asymetrii informacji, AXA TFI nie jest w stanie ocenić, czy decyzje podejmowane przez

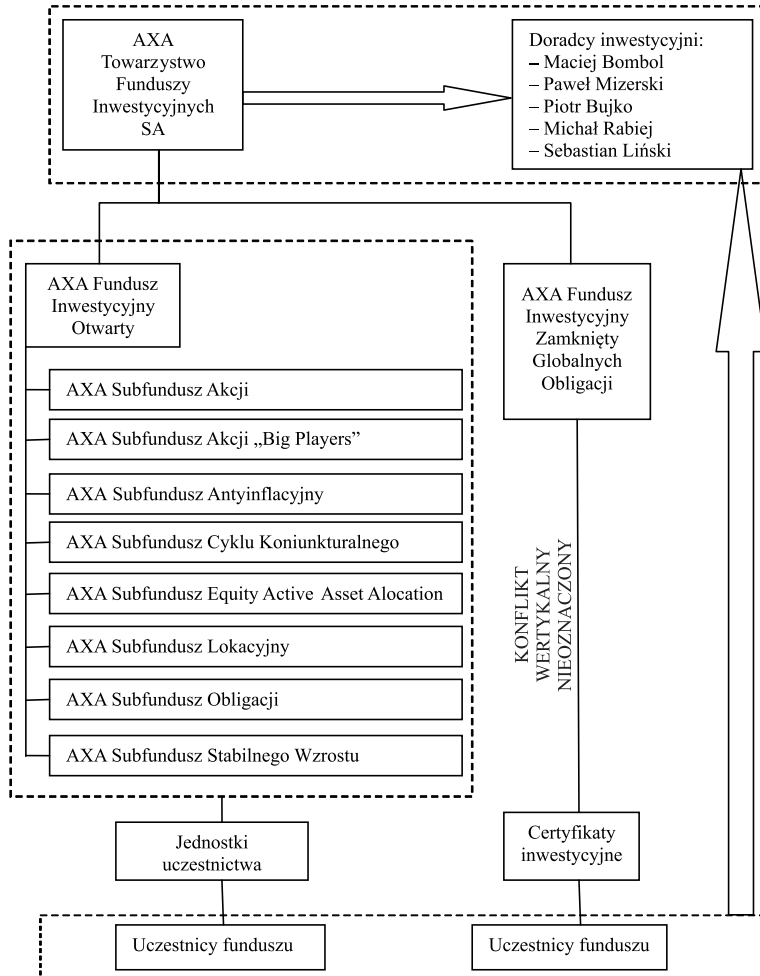
³⁷ AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA, <http://www.tfi.axa.pl/>; stan na dzień 1.02.2014 r.

³⁸ Komisja Nadzoru Finansowego, http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html; stan na dzień 1.02.2014 r.

³⁹ Maciej Bombola, Paweł Mizerski, Piotr Bujko, Michał Rabieja i Sebastian Liński. Zob. <http://www.tfi.axa.pl/oferta-indywidualna/nasz-zespol/>; stan na dzień 1.02.2014 r.

doradców inwestycyjnych są optymalne z punktu widzenia uczestników funduszy. Menedżer może podejmować decyzje, które są korzystniejsze dla niego niż uczestnika funduszu, chociażby takie, które umożliwiają maksymalizację otrzymywanego wynagrodzenia prowizyjnego.

RYSUNEK 3: *Plaszczyzny konfliktu agencyjnego w AXA TFI SA*



Źródło: oprac. własne.

Wertykalny nieoznaczony konflikt agencji można zidentyfikować pomiędzy uczestnikiem danego funduszu (pryncypał) a doradcą inwestycyjnym tego funduszu (agent). W ramach funduszy zarządzanych przez AXA TFI można wyodrębnić kilka tego rodzaju konfliktów. Uczestnik funduszu, wybierając rodzaj funduszu, w który chce zainwestować swoje wolne środki, posiada ogólne informacje na temat strategii tego funduszu (m.in. informacje na temat poziomu podejmowanego ryzyka czy też przewidywanej stopy zwrotu). Doradcy inwestycyjni, zarządzając funduszami, muszą uwzględniać cele i strategie opisane w prospekcie poszczególnych funduszy/subfunduszy inwestycyjnych. Zarządzający funduszem, podejmując inwestycje np. dla AXA Subfunduszu Akcji, muszą inwestować przede wszystkim w akcje największych spółek o solidnych fundamentach i bardzo dobrych perspektywach wzrostu, zarówno na GPW, jak i na innych rynkach. Akcje spółek stanowiły 92,46% portfela inwestycyjnego tego subfunduszu na dzień 31 stycznia 2014 r.⁴⁰ Jak wiadomo, fundusze akcji obciążone są największym poziomem ryzyka inwestycyjnego i zależą od wahań cen akcji na rynkach giełdowych. Inwestycje w akcje poszczególnych spółek są jednak mniej lub bardziej ryzykowne. Dobór spółek do portfela inwestycyjnego, a zarazem wielkość ponoszonego ryzyka inwestycji, zależy od doradcy inwestycyjnego. Konflikt interesów może pojawić się pomiędzy zarządzającym funduszem a uczestnikiem tego funduszu. Zarządzający może podejmować takie decyzje, które nie zawsze są najkorzystniejsze dla uczestnika funduszu. Ponadto, uczestnik AXA Subfunduszu Akcji nie może kontrolować poczynań agenta (zarządzającego funduszami) ze względu na występującą asymetrię informacji.

Dodatkowo, może wystąpić również horyzontalny konflikt agencji między uczestnikami tego samego funduszu/subfunduszu. Niestety, fundusz inwestycyjny nie ujawnia informacji na temat swoich inwestorów (czy są nimi osoby prywatne, czy też inwestorzy instytucjonalni), z tej też przyczyny bliższe opisanie tego konfliktu jest niemożliwe.

⁴⁰ http://www.tfi.axa.pl/gfx/axatfi/userfiles/axa/karty_funduszu/karta_subfunduszu_axa_akcji.pdf; stan na dzień 16.02.2014 r.

6. Zakończenie

W niniejszym opracowaniu zostało przedstawione zagadnienie dotyczące teorii agencji i przyczyny konfliktu agencyjnego, związane z działalnością towarzystw funduszy inwestycyjnych.

TFI tworzy i zarządza funduszami inwestycyjnymi, będącymi pośrednikami finansowymi wielu podmiotów. Gromadzenie środków od wielu inwestorów ma na celu realizację idei wspólnego inwestowania. Dodatkowo, TFI podejmując decyzje inwestycyjne korzysta ze wsparcia doświadczonych menedżerów (doradców inwestycyjnych lub firm zarządzających aktywami). Wydawać by się mogło, że decyzje podejmowane przez zarządzających są optymalne. Okazuje się jednak, że między TFI, uczestnikami funduszu a zarządzającymi funduszem może wystąpić problem agencji.

Przedstawiony przykład AXA Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych SA ma za zadanie przeniesienie teoretycznych rozważań na grunt praktyczny i zidentyfikowanie potencjalnych obszarów konfliktu w towarzystwie funduszy inwestycyjnych.

Opisane zagadnienie wymaga kolejnych i bardziej szczegółowych analiz.

Bibliografia

Akty prawne:

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546.

Opracowania:

Aluchna M., *Koszty agencji jako determinanta efektywności nadzoru korporacyjnego*, [w:] Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. UŁ, Łódź 2002.

Arrow K., *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Markham Publishing Co., Chicago 1971.

Błajer-Golebiewska A., *Asymetria informacji w relacjach inwestorskich. Perspektywa nadzoru korporacyjnego*, Wyd. UG, Gdańsk 2012.

Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, SGH w Warszawie, Warszawa 2005.

Breid V., *Aussagefähigkeit agencytheoretischer Ansätze im Hinblick auf die Verhaltenssteuerung von Entscheidungsträgern*, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1995/47/9.

- Campbell K.**, *Corporate Governance after the Financial Crisis: Institutional Investors and the Stewardship Function*, Współczesne problemy nadzoru korporacyjnego 2011/2/1.
- Chevalier J.A., Ellison G.D.**, *Risk taking by mutual funds as a response to incentives*, Journal of Political Economy 1997/105/6.
- Cieślak A.**, *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, Materiały i Studia NBP 2003/165.
- Dalmácio F.Z., Nossa V.**, *The Agency Theory Applied to the Investment Funds*, Brazilian Business Review 2004/1/1.
- Dobjija D.**, *Developments of Corporate Governance in Poland: Implications for Accounting*, [w:] Górowski I. (red.), *General Accounting Theory. Evolution and Design for Efficiency*, Academic and Professional Press, WSiP SA Group, Warsaw 2008.
- Eisenhardt M.**, *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review 1989/14/1.
- Gad J.**, *Rachunkowość w procesie nadzoru w spółkach publicznych*, Wyd. UŁ, Łódź 2011.
- Gray S.R., Cannella Jr. A.A.**, *The role of the Risk in Executive Compensation*, Journal of Management 1997/23/4.
- Jensen M.C., Meckling W.H.**, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 1976/3.
- Jeżak J.**, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Kleine A.**, *Entscheidungstheoretische Aspekte der Principal – Agent Theorie*, Heidelberg 1995.
- Mahoney O.G.**, *Manager – Investor Conflicts In Mutual Funds*, Journal of Economic Perspectives Spring 2004/18/2.
- Malinowska D., Gad J.**, *Institutional Investors in the largest polish capital companies – theory and practice*, Ad Alta: Journal of Interdisciplinary Research 2012/2/2.
- Malinowska D.**, *Inwestorzy instytucjonalni na polskim rynku kapitałowym na przykładzie spółek indeksu WIG20*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź 2012.
- Milewski R., Kwiatkowski E.**, (red.), *Podstawy ekonomii*, WN PWN, Warszawa 2005.
- Mroczkowski R.**, *Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Oplustil K.**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Oviat B.M.**, *Agency and Transaction Cost Perspective on the Manager – Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, Academy of Management Review 1998/13/2.
- Richter R., Furubotn E.G.**, *Neue Institutionenökonomik: eine Einführung und kritische Würdigung*, Tübingen 1999.
- Roe M.J.**, *The Institution of Corporate Governance*, Harvard Law School, Discussion Paper 2004/488/08.
- Skowroński A.**, *Wpływ asymetrii informacji na decyzje finansowe przedsiębiorstw*, Ruch Prawn., Ekonom. i Socjol. 2005/LXVII/3.
- Stańczak-Strumillo K.**, *Uwarunkowania rozwoju funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Difin, Warszawa 2013.
- Urbanek P.**, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. UŁ, Łódź 2005.
- Urbanek P.**, *Nadzór właścicielski a systemy motywowania zarządów spółek*, [w:] Rudolf S. (red.), *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, WN PWN, Warszawa 1999.

Wilson R., *On the Theory of Syndicates*, *Econometrica* 1968/36/1.

Zalega K., *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitalową*, Wyd. SGH, Warszawa 2003.

Strony internetowe:

AXA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA, <http://www.tfi.axa.pl/>; stan na dzień 1.02.2014 r.

Bednarczyk T., Eichler D., *Theory of Mutual Funds: The Effects of Principal Agency Conflicts on Mutual Fund Size*, Working Paper, October 2002,

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=905113; stan na dzień 1.02.2014 r.

http://www.tfi.axa.pl/gfx/axatfi/userfiles/axa/karty_funduszu/karta_subfunduszu_axa_akcji.pdf; stan na dzień 16.02.2014 r.

<http://www.tfi.axa.pl/oferta-indywidualna/nasz-zespol/>; stan na dzień 1.02.2014 r.

Komisja Nadzoru Finansowego, http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/PODMIOTY_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html; stan na dzień 1.02.2014 r.

Dagmara GAD

THE SOURCES OF AGENCY CONFLICT IN THE INVESTMENT FUND COMPANIES

(Summary)

Investment Fund Company sets up and manages investment funds that collect funds from many investors. Decisions taken by Investment Fund Company are supported by the experienced managers (investment advisors or Asset Management Company). It seems that those decisions are optimal. It turns out, however, that between Investment Fund Company, participants in the Investment Fund and the managers (investment advisors or Asset Management Company) can be identified the agency problem. The purpose of this article is to present, on the basis of literature studies, the sources of agency theory in Investment Fund Company. In the empirical part of the paper is presented the potential sources of the Agency Theory on the example of AXA Investment Fund Company.

Keywords: agency theory, agency conflict, investment fund company

Jacek GAD*

RACHUNKOWOŚĆ A NADZÓR KORPORACYJNY JAKO OBSZARY BADAŃ NAUKOWYCH W POLSCE I NA ŚWIECIE

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, rachunkowość, problemy badawcze

1. Wstęp

Pojęcie nadzoru korporacyjnego na stałe zagościło w literaturze z zakresu rachunkowości. Należy również zauważyć, że badania naukowe z obszaru rachunkowości (w tym zwłaszcza sprawozdawczości finansowej i niefinansowej), prezentowane w publikacjach krajowych i zagranicznych, podejmowane są w odniesieniu do zagadnień związanych z nadzorem korporacyjnym.

Nie ulega wątpliwości, że nieodłącznym elementem nadzoru korporacyjnego jest komunikacja przedsiębiorstwa z otoczeniem¹, która odbywa się w dużej mierze za sprawą sprawozdawczości finansowej i niefinansowej. Wydaje się zatem, że informacje prezentowane przez przedsiębiorstwa w raportach okresowych stanowią główne spoiwo rachunkowości oraz nadzoru korporacyjnego. W literaturze zauważa się, że w dzisiejszych czasach wiarygodne sprawozdanie finansowe staje się „sercem” nadzoru korporacyjnego².

Biorąc pod uwagę przedmiot zainteresowania nadzoru korporacyjnego (rozumianego jako „system, za pomocą którego przedsiębiorstwa są kierowane

* Dr, Katedra Rachunkowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki; e-mail: jgad@uni.lodz.pl

¹ Na tę właściwość nadzoru korporacyjnego zwraca uwagę m.in. **M. Jerzemowska**, *Istota i uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego*, [w:] **S. Rudolf** (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. UŁ, Łódź 2002, s. 18.

² **E. Walińska, J. Gad**, *Wiarygodność informacji sprawozdawczych jako fundament nadzoru korporacyjnego*, Studia i Prace Uniw. Ekon. w Krakowie 2010/14, s. 288.

i kontrolowane³), oraz przedmiot zainteresowania rachunkowości (rozumianej jako „system informacyjny służący użytkownikom do podejmowania decyzji gospodarczych, zwłaszcza finansowych, oraz rozliczania kierownictwa z odpowiedzialnego i efektywnego zarządzania powierzonym majątkiem⁴), należy zauważyć, że zakres relacji między tymi obszarami nauki jest niezwykle rozległy.

Artykuł ma charakter teoretyczno-empiryczny, a jego celem jest ustalenie czy na przestrzeni analizowanych lat miało miejsce przenikanie problemów badawczych między rachunkowością i nadzorem korporacyjnym.

Metodą badawczą wykorzystaną w artykule była analiza zawartości krajowych i zagranicznych publikacji z obszaru rachunkowości oraz nadzoru korporacyjnego. Treści prezentowane w artykule zostały opracowane również na podstawie studiów literaturowych.

2. Dwa wymiary relacji rachunkowości oraz nadzoru korporacyjnego

Zdaniem autora, kluczowe znaczenie z punktu widzenia niniejszego artykułu ma relacja między sprawozdaniem finansowym, będącym końcowym produktem systemu rachunkowości⁵ a mechanizmami nadzoru korporacyjnego.

Jednym z celów sprawozdawczości finansowej jest dostarczanie informacji pozwalających ocenić perspektywę jednostki odnośnie przyszłych przepływów pieniężnych. Sprawozdania finansowe powinny również pomóc ocenić, na ile zarząd efektywnie i skutecznie wypełnia obowiązki związane z gospodarowaniem zasobami przedsiębiorstwa⁶.

Wykorzystanie informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym w procesie nadzoru niezwykle trafnie określiła K.S. Nilsson, stwierdzając, iż „pryncypałowie nie muszą być obecni w organizacji, by nadzorować poczynania agentów, system rachunkowości robi to za nich⁷”. Według R.M. Bushmana

³ A. Cadbury, *Corporate Governance and Chairmanship*, Oxford 2002, s. 1.

⁴ A. Jaruga, *Rachunkowość w warunkach gospodarki rynkowej*, [w:] A. Jaruga i in., *Rachunkowość finansowa*, wyd. III, Tow. Gosp. RAFIB, Łódź 1995, s. 8.

⁵ Obejmującym zarówno podsystem rachunkowości finansowej, jak i podsystem rachunkowości zarządczej.

⁶ Conceptual Framework for Financial Reporting, IASB 2010.

⁷ K.S. Nilsson, *Powerful Accounts: Identities, Principal and Agents*, [w:] M. Kelemen, M. Kostera (eds), *Critical Management Research in Eastern Europe: Managing the Transition*, Palgrave Macmillan, Basingstoke 2003, s. 129.

i A.J. Smitha wiarygodne, zweryfikowane informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych⁸:

- 1) ułatwiają udziałowcom monitorowanie i efektywne egzekwowanie swoich praw;
- 2) motywują radę nadzorczą do działania na rzecz wzmacniania wartości dla akcjonariuszy, poprzez kontrolowanie decyzji i działań podejmowanych przez menedżerów;
- 3) dostarczają bogaty zestaw zmiennych, które mogą być brane pod uwagę przy opracowywaniu systemu wynagradzania menedżerów za efektywne działanie.

Sprawozdania finansowe nie tylko usprawniają działanie mechanizmów nadzoru korporacyjnego, ale – jak zauważa R. Ball – funkcjonują jako swego rodzaju lampka ostrzegawcza na potrzeby nadzoru – odpowiednio wcześniej ujawnione straty lub niedobory gotówki (ewentualne zagrożenia pogorszenia sytuacji finansowej jednostki) w publikowanych sprawozdaniach finansowych pozwalają zwiększyć skuteczność nadzoru korporacyjnego⁹.

Z drugiej strony, według S.T. Surdykowskiej, która powołuje się na badania realizowane w latach 80. w Wielkiej Brytanii, „kluczem do rozwiązania problemu jakości informacji prezentowanych w sprawozdaniach finansowych korporacji jest rzetelnie sprawowany nadzór korporacyjny (*corporate governance*) i właściwie tylko w nim należy szukać skutecznych narzędzi ograniczania negatywnych zjawisk w postaci świadomego i niezamierzonego fałszowania informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych”¹⁰.

W literaturze przedmiotu można dostrzec zatem dwie płaszczyzny relacji między nadzorem korporacyjnym i sprawozdawczością finansową. Pierwsza dotyczy oddziaływania nadzoru korporacyjnego na wiarygodność sprawozdań finansowych, druga natomiast – wykorzystania sprawozdań w procesie nadzoru korporacyjnego (wykr. 1).

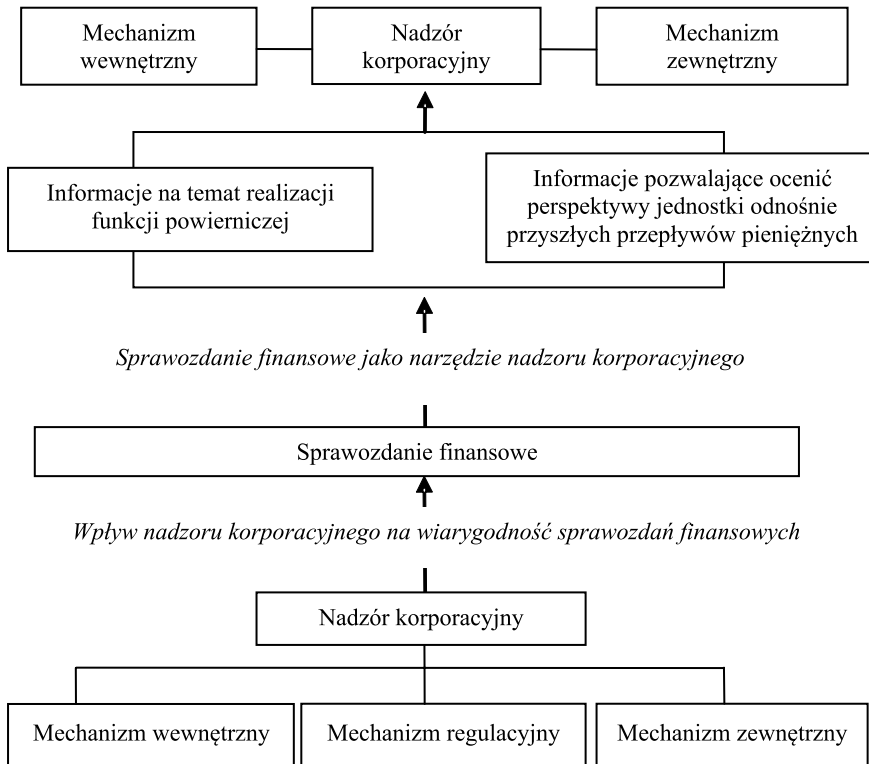
⁸ **R.M. Bushman, A.J. Smith**, *Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance*, *Economic Policy Review* 2003/9/1, s. 67.

⁹ **R. Ball**, *Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure*, *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 2001, s. 127–169.

¹⁰ **S.T. Surdykowska**, *Kryzysy finansowe XX wieku i ich wpływ na systemowe regulacje jakości informacji wykorzystywanych przez inwestorów giełdowych*, [w:] **M. Kutera, S.T. Surdykowska**, *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2009, s. 28.

W ramach pierwszej z wymienionych płaszczyzn poszczególne mechanizmy nadzoru korporacyjnego, tj. regulacyjny, wewnętrzny i zewnętrzny, oddziałują na wiarygodność sprawozdań finansowych.

WYKRES 1: *Nadzór korporacyjny a wiarygodność sprawozdań finansowych*



Źródło: E. Walińska, J. Gad, *Wiarygodność...*, s. 290.

Mechanizm regulacyjny nadzoru korporacyjnego związany jest m.in. z tworzeniem zasad o charakterze ustawowym i środowiskowym, dotyczących zakresu i rodzaju ujawnianych przez jednostki informacji. Z kolei działanie mechanizmu zewnętrznego nadzoru korporacyjnego, w zakresie wpływu tego mechanizmu na wiarygodność sprawozdań finansowych, polega m.in. na tym, iż spółki, chcąc konkurować o kapitał, muszą realizować potrzeby dawców kapitału. Są oni bowiem priorytetowymi użytkownikami sprawozdań finanso-

wych i to do ich potrzeb informacyjnych dostosowany jest zakres informacji ujawniany w sprawozdaniach. Prezentacja w sprawozdaniu finansowym informacji w sposób utrudniający ocenę sytuacji finansowej jednostki, „upiększanie” sprawozdań finansowych lub, co gorsza, fałszowanie ich, powoduje, że dawcy kapitału rezygnują z powierzania swoich zasobów danej jednostce. Szczególnie istotny, biorąc pod uwagę oddziaływanie na wiarygodność sprawozdań finansowych, jest mechanizm wewnętrzny nadzoru korporacyjnego. Podstawowym narzędziem mechanizmu wewnętrznego, obok postanowień kontraktowych, jest działanie rad nadzorczych. Czynności podejmowane przez członków rad nadzorczych, zmierzające do zapewnienia wiarygodności sprawozdań finansowych, polegają z jednej strony na kształtowaniu systemu rachunkowości, z drugiej natomiast – na monitorowaniu tego systemu¹¹.

Biorąc pod uwagę drugą z wymienionych płaszczyzn, należy zaznaczyć, że wiarygodne informacje zawarte w sprawozdaniach finansowych są kluczowe z punktu widzenia realizacji efektywnego procesu nadzoru korporacyjnego. Sprawozdania finansowe stanowią podstawowe źródło informacji na temat wyników działalności spółki, jej pozycji finansowej oraz zmian tej pozycji. Dodatkowo, dostarczają informacji na temat realizacji przez zarząd funkcji rozliczeniowej (*accountability*). Właściciele kapitału mogą za pomocą sprawozdań finansowych ustalić, czy zarząd właściwie wywiązuje się ze swojej roli, tj. czy efektywnie rozporządza powierzonym majątkiem¹². Jak podkreśla się w literaturze, rozliczenie się zarządu (*accoutability*) z efektywności i skuteczności działania dotyczy nie tylko działań przeszłych, ale również przyszłych¹³. W tym zakresie sprawozdawczość finansowa i niefinansowa pełni kluczową rolę, gdyż dostarcza informacji na temat „architektury finansowej”¹⁴ przedsiębiorstwa, za pomocą której można ocenić perspektywy jednostki.

¹¹ Zob. szerzej: **E. Walińska, J. Gad**, *Wiarygodność...*, s. 290–291.

¹² *Ibidem*, s. 291.

¹³ **Y. Ijiri**, *Theory of Accounting Measurement*, American Accounting Association, Sarasota 1975, s. 10.

¹⁴ **E. Walińska**, *Roczny raport spółek w Wielkiej Brytanii w świetle potrzeb inwestora*, [praca doktorska napisana w Kat. Rachunkowości na Wydz. Ekonomiczno-Socjologicznym UŁ pod kier. naukowym A. Jarugowej], Łódź 1994, s. 229–230.

3. Wyniki zagranicznych i krajowych badań, dotyczących obszarów badawczych, podejmowanych w ramach nadzoru korporacyjnego oraz rachunkowości

Zakres danej dyscypliny naukowej determinowany jest m.in. przez obszary podejmowanych w ramach tej dyscypliny badań naukowych. Uzasadnioną wydaje się zatem analiza prezentowanych w literaturze obszarów badawczych z zakresu nadzoru korporacyjnego oraz rachunkowości.

P. Brown, W. Beekes oraz P. Verhoeven przeanalizowali prowadzone na świecie badania naukowe dotyczące nadzoru i na tej podstawie wyodrębnili wewnętrzne i zewnętrzne charakterystyki nadzoru korporacyjnego¹⁵. Używane przez autorów sformułowanie: charakterystyki wewnętrzne oznacza, że zalicza się do nich charakterystyki, które są rezultatem decyzji i działań dotyczących akcjonariuszy oraz rady dyrektorów (rady nadzorczej). Do charakterystyk tych zalicza się: tworzenie oraz uczestnictwo w radach dyrektorów (radach nadzorczych) oraz ich komitetach, strukturę własności, system finansowania oraz formy wynagradzania menedżerów¹⁶. Charakterystyki zewnętrzne obejmują monitorowanie przedsiębiorstwa przez zewnętrzne jednostki, takie jak znaczący akcjonariusze, inwestorzy instytucjonalni oraz zewnętrzni audytorzy¹⁷.

P. Brown, W. Beekes oraz P. Verhoeven wyodrębnili dwa rodzaje prac badawczych dotyczących nadzoru korporacyjnego, związanych jednocześnie z finansami i rachunkowością. Pierwszy rodzaj to prace badawcze w obszarze finansów dotyczące nadzoru korporacyjnego, drugi rodzaj z kolei to prace badawcze w obszarze rachunkowości dotyczące nadzoru korporacyjnego¹⁸.

Zgodnie z przedstawionymi wynikami badań, prace badawcze w obszarze finansów dotyczące nadzoru korporacyjnego obejmowały następujące tematy¹⁹:

¹⁵ P. Brown, W. Beekes, P. Verhoeven, *Corporate governance, accounting and finance: A review*, Accounting and Finance 2011/51, s. 111–118.

¹⁶ Charakterystyki wewnętrzne nadzoru korporacyjnego związane są zatem z: działalnością rady dyrektorów (rady nadzorcze) i ich komitetów; działalnością komitetu audytu, kontrolą wewnętrzną oraz audytem wewnętrznym; strukturą własności. Zob. *ibidem*, s. 112–115.

¹⁷ Charakterystyki zewnętrzne nadzoru korporacyjnego związane są zatem z: monitorowaniem przez znaczących akcjonariuszy oraz analityków działalności przedsiębiorstwa; działalnością zewnętrznych audytorów; występowaniem konkurencji i przejęć; regulacjami i ich przestrzeganiem. Zob. *ibidem*, s. 115–118.

¹⁸ *Ibidem*, s. 118–153.

¹⁹ *Ibidem*, s. 118–140.

- a) nadzór korporacyjny a wyniki przedsiębiorstwa, w tym: (1) skład rady dyrektorów (rady nadzorczej) a wyniki przedsiębiorstwa; (2) wyniki przedsiębiorstwa a struktura własności; (3) wyniki przedsiębiorstwa a zewnętrzni większościowi akcjonariusze; (4) wyniki przedsiębiorstwa a rynek kontroli nad korporacją; (5) wyniki przedsiębiorstwa a ochrona prawna inwestorów;
- b) nadzór korporacyjny a wpływ rotacji CEO na wyniki przedsiębiorstwa;
- c) nadzór korporacyjny a kapitał, w tym: (1) koszt kapitału; (2) polityka dywidend;
- d) nadzór korporacyjny a zadłużenie, w tym: (1) dźwignia finansowa; (2) koszt zadłużenia.

Wyniki prowadzonych przez P. Brown, W. Beekes oraz P. Verhoeven badań wskazują, że prace badawcze w obszarze rachunkowości dotyczące nadzoru korporacyjnego obejmowały następujące tematy²⁰:

- a) nadzór korporacyjny a ujawnienia przedsiębiorstwa, w tym (1) zakres ujawnień; (2) prognozy analityków; (3) regulacje i ich stosowanie;
- b) nadzór korporacyjny a jakość rachunkowości, w tym: (1) zasada ostrożności oraz ujmowanie przychodów w poszczególnych okresach; (2) informatywność zysków (siła korelacji między zyskami oraz stopami zwrotu); (3) zarządzanie zyskami (proces wyboru rozwiązań dostępnych w polityce rachunkowości, służący prezentacji zamierzonego stanu wyników przedsiębiorstwa); (4) korekty błędów w sprawozdaniu finansowym oraz oszustwa księgowe.

Rodzaje problemów badawczych podejmowanych w obszarze rachunkowości zidentyfikowali R.U. Fulbier oraz T. Sellhorn. Autorzy ci przestudiowali abstrakty referatów prezentowanych w latach 1978–2008 w trakcie Corocznych Kongresów Europejskiego Stowarzyszenia Księgowych (EAA Annual Congresses). Na podstawie badań zidentyfikowano następujące obszary badawcze wynikające z tematów publikacji prezentowanych w latach 1998–2008: (1) rachunkowość i rynki kapitałowe; (2) edukacja i badania z zakresu rachunkowości; (3) historia rachunkowości; (4) rachunkowość i systemy informacyjne; (5) rachunkowość i strategia; (6) teoria rachunkowości; (7) audyt; (8) kluczowe perspektywy rachunkowości; (9) rachunkowość w gospodarce; (10) analiza finansowa; (11) finanse i zarządzanie finansami; (12) rachunkowość finansowa (rynki kapitałowe); (13) sprawozdawczość finansowa; (14) nadzór korporacyjny; (15) rachunkowość międzynarodowa;

²⁰ *Ibidem*, s. 144–153.

(16) rachunkowość zarządcza; (17) behawioralne aspekty rachunkowości; (18) rachunkowość sektora publicznego oraz rachunkowość jednostek non-profit; (19) rachunkowość społeczna i rachunkowość środowiskowa; (20) rachunkowość i podatki; (21) inne²¹.

Należy zauważyć, że również w Polsce prowadzone były badania dotyczące nurtów badawczych w obszarze rachunkowości. Jak ustalili J. Dobroszek i J. Michalak, spośród zidentyfikowanych 15 obszarów tematycznych z zakresu rachunkowości, najrzadziej podejmowany był w Polsce w latach 2010–2012 problem nadzoru korporacyjnego. Z kolei w przypadku Corocznych Kongresów Stowarzyszenia Księgowych problem nadzoru korporacyjnego był jednym z czterech najczęściej prezentowanych obszarów badawczych (lata 2010–2013)²².

4. Nadzór korporacyjny w literaturze z obszaru rachunkowości oraz rachunkowość w literaturze z obszaru nadzoru korporacyjnego – analiza publikacji polskich i zagranicznych

W ramach przeprowadzonego badania podjęto próbę zidentyfikowania zagadnień z obszaru rachunkowości prezentowanych w publikacjach z zakresu nadzoru korporacyjnego, jednocześnie podjęto próbę zidentyfikowania zagadnień z obszaru nadzoru korporacyjnego prezentowanych w publikacjach z zakresu rachunkowości.

Badaniu poddane zostały wiodące czasopisma krajowe oraz zagraniczne, w których publikowane były artykuły z obszaru nadzoru korporacyjnego oraz rachunkowości. Do badania zakwalifikowano następujące czasopisma²³:

²¹ **R.U. Fulbier, T. Sellhorn**, *Approaches to accounting research – Evidence from EAA Annual Congresses*, SSRN 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985119; stan na dzień 15.01.2014 r.

²² **J. Dobroszek, J. Michalak**, *Nurty badawcze w nauce rachunkowości w Polsce i na świecie*, Zesz. Teoret. Rach. 2013/71 (127), s. 106, 113.

²³ Wybór niniejszych czasopism zagranicznych wynika z faktu, iż stanowią one płaszczyznę międzynarodowej dyskusji naukowej na temat nadzoru korporacyjnego oraz rachunkowości. Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości z kolei stanowią uznane czasopismo w polskim środowisku naukowym, odzwierciedlające jednocześnie tematykę prowadzonych badań naukowych z obszaru rachunkowości. Dodatkowo, na przestrzeni analizowanych lat ukazywały się specjalne wydania Zeszytów Teoretycznych Rachunkowości, w których publikowano referaty wygłaszane na Ogólnopolskich Zjazdach Katedr Rachunkowości.

- 1) Corporate Governance: An International Review,
- 2) Contemporary Accounting Research,
- 3) The British Accounting Review,
- 4) Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości.

W procesie badawczym uwzględniono referaty, które zostały opublikowane na przestrzeni ostatnich 20 lat, tj. w latach 1993–2013.

Badaniu poddano również 10 publikacji pokonferencyjnych, w których opublikowane zostały referaty wygłaszane na konferencjach dotyczących nadzoru korporacyjnego, organizowanych przez Katedrę Ekonomii Instytucjonalnej na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego oraz Katedrę Finansów Przedsiębiorstw na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego²⁴. Konferencje dotyczące nadzoru korporacyjnego organizowane były od 2000 roku²⁵.

W procesie badawczym analizie poddane były tytuły artykułów oraz dołączone do artykułów abstrakty, które opublikowane zostały w badanych czasopismach oraz publikacjach pokonferencyjnych. Badaniu nie zostały poddane pełne teksty artykułów, dlatego możliwe jest, że nie zostały uwzględnione wątki poboczne, czy wzmianki dotyczące rachunkowości (w przypadku publikacji z obszaru nadzoru korporacyjnego) lub nadzoru korporacyjnego (w przypadku publikacji z obszaru rachunkowości)²⁶.

Sformułowano następujące pytania badawcze:

- 1) jakie zagadnienia z obszaru rachunkowości prezentowane są w publikacjach z zakresu nadzoru korporacyjnego?
- 2) jakie zagadnienia z obszaru nadzoru korporacyjnego prezentowane są w publikacjach z zakresu rachunkowości?

²⁴ Zdecydowano się na wybór niniejszych publikacji, gdyż, jak się wydaje, w największej mierze odzwierciedlają one zakres problemów badawczych dotyczących nadzoru korporacyjnego podejmowanych w Polsce.

²⁵ Od roku 2000 do 2008 konferencje dotyczące nadzoru korporacyjnego organizowane były co dwa lata przez Katedrę Ekonomii Instytucjonalnej na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym UŁ. Od 2009 r. konferencje dotyczące nadzoru organizowane są co roku – raz przez Katedrę Ekonomii Instytucjonalnej na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym UŁ, a raz przez Katedrę Finansów Przedsiębiorstw na Wydziale Zarządzania UG.

²⁶ Jeżeli w danym artykule wystąpiły dwa (lub więcej) zagadnienia z zakresu rachunkowości (w przypadku publikacji z obszaru nadzoru korporacyjnego) lub z zakresu nadzoru korporacyjnego (w przypadku publikacji z obszaru rachunkowości), to w przygotowanej bazie danych ujmowano ten artykuł tylko raz, uwzględniając dominujące zagadnienie.

- 3) jaki jest udział artykułów z obszaru rachunkowości we wszystkich artykułach publikowanych w badanych czasopismach z zakresu nadzoru korporacyjnego?
- 4) jaki jest udział artykułów z obszaru nadzoru korporacyjnego we wszystkich artykułach publikowanych w badanych czasopismach z zakresu rachunkowości?

Biorąc pod uwagę badane publikacje z zakresu nadzoru korporacyjnego, należy zauważyć, że zidentyfikowano w nich 9 zagadnień z obszaru rachunkowości (tab. 1). Na przestrzeni badanych lat w czasopiśmie *Corporate Governance: An International Review* najczęściej prezentowano artykuły z obszaru rachunkowości dotyczące działalności komitetu audytu (razem 20 artykułów). W przypadku badanych polskich publikacji pokonferencyjnych z zakresu nadzoru korporacyjnego najczęściej prezentowano artykuły z obszaru rachunkowości dotyczące *stricte* sprawozdawczości finansowej (razem 9 artykułów) (tab. 1).

TABELA 1: Zagadnienia z obszaru rachunkowości prezentowane w publikacjach z zakresu nadzoru korporacyjnego

Zagadnienia związane z rachunkowością	Corporate Governance: An International Review	Publikacje pokonferencyjne zawierające referaty prezentowane w trakcie konferencji dotyczących nadzoru korporacyjnego
	Łączna liczba publikacji (lata 1993–2013)	Łączna liczba publikacji (lata 2000, 2002, 2004, 2006, 2008–2013)
Komitet audytu	20	7
Sprawozdawczość finansowa	18	9
Cadbury report	12	0
Rewizja finansowa	10	1
Skandale finansowe (Enron i Parmalat) i Ustawa Sarbanes-Oxley	4	0
Teoria rachunkowości	3	0
Regulacje rachunkowości (np. MSR)	3	0
Sprawozdanie z działalności	1	1
Odpowiedzialność rady nadzorczej za rachunkowość	0	3

Źródło: oprac. własne.

W ramach procesu badawczego ustalono udział artykułów z zakresu rachunkowości we wszystkich artykułach publikowanych w *Corporate Governance: An International Review* oraz w polskich publikacjach pokonferencyjnych, zawierających referaty prezentowane w trakcie konferencji dotyczących nadzoru korporacyjnego (tab. 2). Udział referatów z zakresu rachunkowości we wszystkich referatach w przypadku *Corporate Governance: An International Review* wahał się od 2,4% w 1999 roku do 20,7% w roku 2003. Jeżeli chodzi o polskie publikacje pokonferencyjne, udział referatów z rachunkowości wahał się od 0% w latach 2000, 2001, 2006 do 28,1% w roku 2009 (tab. 2).

TABELA 2: *Udziały artykułów z zakresu rachunkowości we wszystkich artykułach opublikowanych w danym czasopiśmie / publikacji pokonferencyjnej*

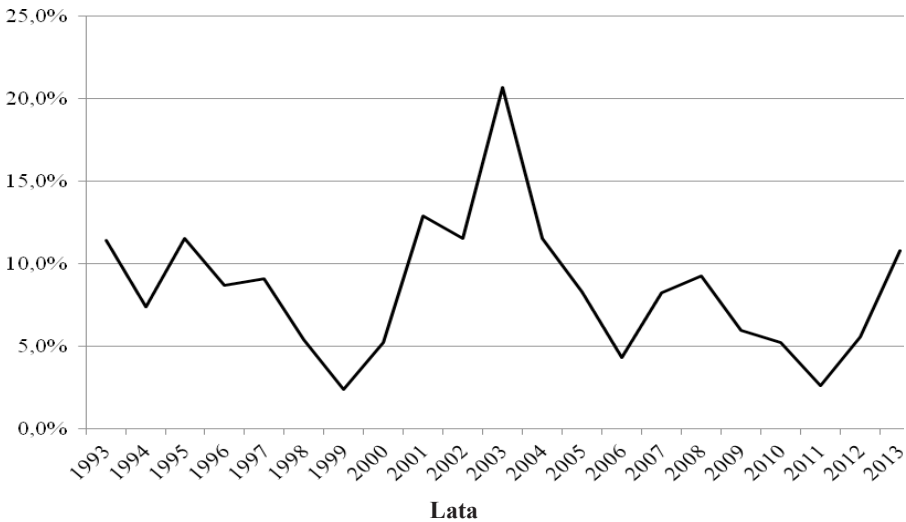
Rok	Corporate Governance: An International Review		Publikacje pokonferencyjne zawierające referaty prezentowane w trakcie konferencji dotyczących nadzoru korporacyjnego	
	Liczba artykułów*	Udział artykułów**	Liczba artykułów*	Udział artykułów**
1993	4	11,4%	–	–
1994	2	7,4%	–	–
1995	3	11,5%	–	–
1996	2	8,7%	–	–
1997	3	9,1%	–	–
1998	2	5,4%	–	–
1999	1	2,4%	–	–
2000	2	5,3%	0	0,0%
2001	4	12,9%	0	0,0%
2002	3	11,5%	–	–
2003	6	20,7%	–	–
2004	6	11,5%	1	2,9%
2005	6	8,3%	–	–
2006	2	4,3%	0	0,0%
2007	9	8,3%	–	–
2008	4	9,3%	1	3,1%
2009	3	6,0%	9	28,1%
2010	2	5,3%	2	5,7%
2011	1	2,6%	4	11,1%
2012	2	5,6%	2	6,1%
2013	4	10,8%	2	6,1%

Objaśnienia: * – liczba artykułów z zakresu rachunkowości; ** – udział artykułów z zakresu rachunkowości we wszystkich artykułach.

Źródło: oprac. własne.

W trakcie badania zidentyfikowano znaczące wahania, jeżeli chodzi o udział publikacji z zakresu rachunkowości w łącznej liczbie publikacji, w czasopiśmie *Corporate Governance: An International Review*. Nie można zatem zidentyfikować ani tendencji rosnącej, ani malejącej odnośnie udziału publikacji z zakresu rachunkowości w łącznej liczbie publikacji. Widoczny jest jednak wzrost udziału publikacji z zakresu rachunkowości w łącznej liczbie publikacji w latach 2001–2004. Związane to było zapewne ze skandalami finansowymi, które w tamtym okresie wstrząsnęły światem finansów²⁷ (wykr. 2).

WYKRES 2: *Udział publikacji z zakresu rachunkowości w ramach Corporate Governance: An International Review*



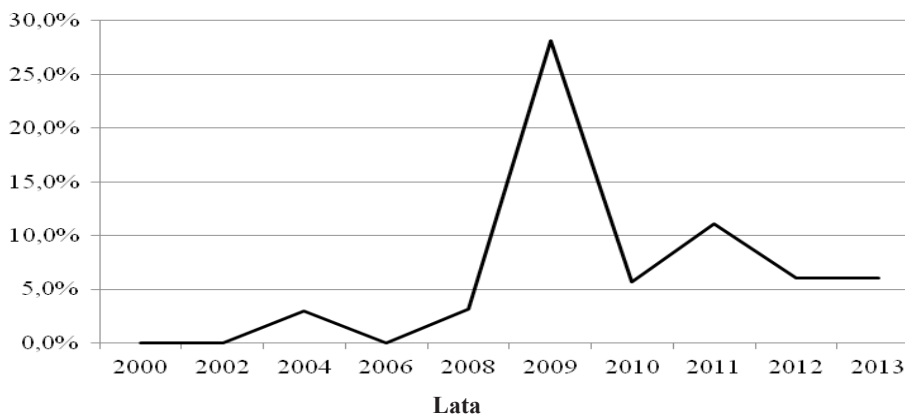
Źródło: oprac. własne.

W przypadku polskich publikacji pokonferencyjnych z obszaru nadzoru korporacyjnego dostrzec można w badanym okresie ogólny wzrost udziału publikacji z zakresu rachunkowości. Zdecydowanie największy udział artykułów z zakresu rachunkowości w łącznej liczbie artykułów opublikowanych

²⁷ Por. M. Hulicka, *Oszukańcza sprawozdawczość finansowa. Wpływ rzetelnej rewizji finansowej na efektywność nadzoru korporacyjnego i ograniczenie asymetrii informacji na rynku kapitałowym*, Wyd. UJ, Kraków 2008.

w polskich publikacjach pokonferencyjnych z obszaru nadzoru korporacyjnego wystąpił w roku 2009 (wykr. 3).

WYKRES 3: *Udział referatów z zakresu rachunkowości prezentowanych w trakcie konferencji dotyczących nadzoru korporacyjnego*



Źródło: oprac. własne.

W ramach prowadzonego badania zidentyfikowano 12 zagadnień z zakresu nadzoru korporacyjnego, prezentowanych w latach 1993–2013 w publikacjach z obszaru rachunkowości.

Zagadnieniem z zakresu nadzoru korporacyjnego, które najczęściej stanowiło przedmiot publikacji w czasopismach *Contemporary Accounting Research* oraz *The British Accounting Review* było omówienie (w różnych aspektach) reakcji rynku kapitałowego na jakość, zakres oraz formę informacji prezentowanych w raportach rocznych. W przypadku polskiego czasopisma – *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* – najczęściej prezentowanym zagadnieniem z zakresu nadzoru korporacyjnego było: kontrola wewnętrzna / audyt wewnętrzny (tab. 3).

Sformułowanie „nadzór korporacyjny” użyte zostało w latach 1993–2013 w 13 tytułach artykułów opublikowanych w *Contemporary Accounting Research*. Dokładnie tyle samo artykułów, zawierających w tytule sformułowanie „nadzór korporacyjny” zostało opublikowanych w *The British Accounting Review*. W przypadku *Zeszytów Teoretycznych Rachunkowości*, w tym czasie,

sformułowanie „nadзор korporacyjny” w tytule artykułu zostało użyte 5 razy (tab. 3).

TABELA 3: Zagadnienia z obszaru nadzoru korporacyjnego prezentowane w publikacjach z zakresu rachunkowości

Zagadnienia związane z nadzorem korporacyjnym	Contemporary Accounting Research	The British Accounting Review	Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości
	Łączna liczba publikacji (lata 1993–2013)		
Różne aspekty związane z reakcją rynku kapitałowego na jakość, zakres oraz formę informacji prezentowanych w raportach rocznych	46	18	15
Kształtowanie wyniku finansowego przez zarządzających	20	4	1
Teoria agencji (w tym asymetria informacji)	15	2	2
„Nadzór korporacyjny” w tytule publikacji	13	13	5
Kontrola wewnętrzna / audyt wewnętrzny	12	3	16
Komitet audytu	11	4	5
Wynagradzanie menedżerów i efektywność zarządzania	7	0	0
Rada nadzorcza / rada dyrektorów	5	4	0
Struktura właścicielska	5	6	0
Zasiadanie kobiet w zarządzie a wyniki spółki	1	0	0
Rynek talentów menedżerskich	1	0	0
Odpowiedzialność rady nadzorczej za rachunkowość	0	0	2

Źródło: oprac. własne.

Największy udział artykułów z zakresu nadzoru korporacyjnego w łącznej liczbie artykułów wystąpił w przypadku czasopisma The British Accounting Review w roku 1998 (udział 30%). Jeżeli chodzi o czasopismo Contemporary Accounting Research, największy udział artykułów z zakresu nadzoru korpo-

racyjnego w łącznej liczbie publikacji wystąpił w roku 2002 (udział 38,5%). W Zeszytach Teoretycznych Rachunkowości największy udział artykułów z zakresu nadzoru korporacyjnego wystąpił w roku 2012 (udział 14,6%) (tab. 4).

TABELA 4: *Udziały artykułów z zakresu nadzoru korporacyjnego we wszystkich artykułach opublikowanych w danym czasopiśmie*

Rok	Contemporary Accounting Research		The British Accounting Review		Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości	
	Liczba artykułów*	Udział artykułów**	Liczba artykułów*	Udział artykułów**	Liczba artykułów*	Udział artykułów**
1993	2	12,5%	0	0,0%	0	0,0%
1994	5	8,5%	1	5,6%	1	1,8%
1995	3	12,0%	2	13,3%	0	0,0%
1996	1	3,6%	1	5,6%	1	1,4%
1997	6	22,2%	0	0,0%	2	2,2%
1998	3	12,5%	3	15,8%	0	0,0%
1999	4	12,5%	4	17,4%	0	0,0%
2000	8	28,6%	6	30,0%	1	1,5%
2001	7	24,1%	0	0,0%	2	3,2%
2002	10	38,5%	1	4,3%	1	1,5%
2003	10	35,7%	4	16,7%	2	2,4%
2004	3	8,6%	2	7,4%	1	1,2%
2005	8	21,6%	2	8,0%	0	0,0%
2006	4	10,0%	1	2,9%	2	3,5%
2007	6	13,6%	5	18,5%	2	3,2%
2008	10	24,4%	4	12,9%	3	3,8%
2009	10	24,4%	4	21,1%	6	7,1%
2010	5	10,6%	4	19,0%	5	6,0%
2011	10	17,9%	5	16,1%	7	9,5%
2012	13	27,1%	5	21,7%	7	14,6%
2013	8	14,3%	0	0,0%	3	5,9%

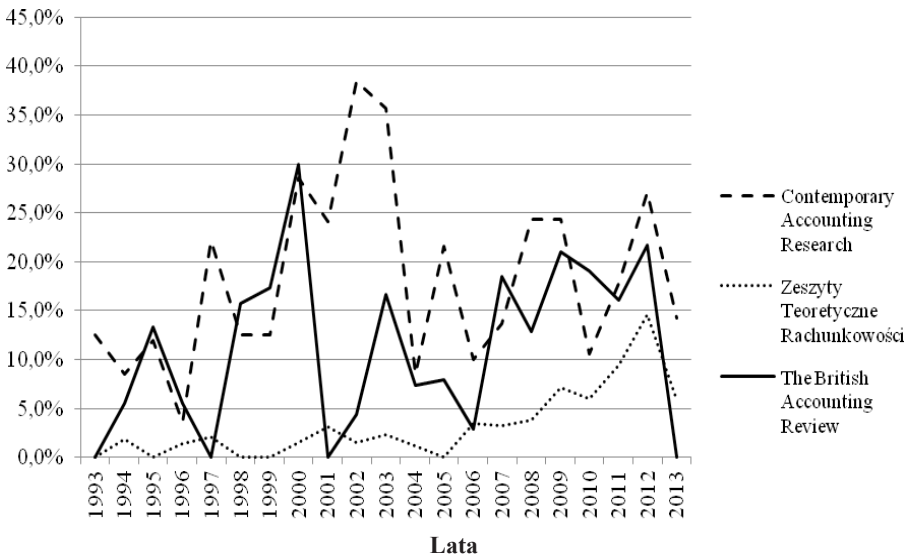
Objaśnienia: * – liczba artykułów z zakresu nadzoru korporacyjnego; ** – udział artykułów z zakresu nadzoru korporacyjnego we wszystkich artykułach.

Źródło: oprac. własne.

Zdecydowanie najwięcej publikacji z obszaru nadzoru korporacyjnego ukazało się w badanym okresie w *Contemporary Accounting Research* (136 publikacji). W *The British Accounting Review* w tym samym czasie opublikowano 54 artykuły z obszaru nadzoru korporacyjnego, natomiast w *Zeszytach Teoretycznych Rachunkowości* – 46 artykułów z obszaru nadzoru korporacyjnego (tab. 4).

Wyniki przeprowadzonego badania pozwalają na stwierdzenie, że (za wyjątkiem wybranych lat) w badanych czasopismach z obszaru rachunkowości udział publikacji z zakresu nadzoru korporacyjnego w łącznej liczbie publikacji nieznacznie wzrasta (wykr. 4). Jednocześnie w przypadku badanych czasopism zagranicznych z obszaru rachunkowości udział publikacji z zakresu nadzoru korporacyjnego w ogólnej liczbie publikacji jest bardzo zmienny.

WYKRES 4: *Udziały publikacji z zakresu nadzoru korporacyjnego w badanych czasopismach*



Źródło: oprac. własne.

Największy udział artykułów z zakresu nadzoru korporacyjnego wystąpił w przypadku badanych czasopism zagranicznych w latach 1998–2003. Natomiast w *Zeszytach Teoretycznych Rachunkowości* udział ten był największy w roku 2012. Fakt ten może wynikać z różnego poziomu rozwoju rynków ka-

piłałowych w Polsce i za granicą, który z kolei determinuje rodzaj problemów badawczych podejmowanych przez naukowców.

5. Zakończenie

W niniejszym artykule przedstawiono zagadnienie związane z przenikaniem problemów badawczych między rachunkowością i nadzorem korporacyjnym. Rachunkowość stanowi fundamentalne źródło informacji dla potrzeb nadzoru, z kolei nadzór korporacyjny pełni kluczową rolę w procesie zapewniania wiarygodności systemu informacyjnego rachunkowości.

W ramach procesu badawczego ustalono, że w publikacjach z obszaru nadzoru korporacyjnego podejmowane są problemy badawcze z zakresu rachunkowości; występuje również proces odwrotny, tzn. w publikacjach z zakresu rachunkowości podejmowane są problemy związane z nadzorem korporacyjnym. Jak wskazują wyniki badań, częściej podejmowane są zagadnienia z obszaru nadzoru korporacyjnego w publikacjach z zakresu rachunkowości, niż zagadnienia z obszaru rachunkowości w publikacjach z zakresu nadzoru korporacyjnego.

Wyniki przeprowadzonego badania wskazują, iż można zidentyfikować pewne zagadnienie, które jest wspólne dla rachunkowości oraz nadzoru korporacyjnego oraz które stanowiło i zapewne będzie stanowić w przyszłości przedmiot wielu badań naukowych. Mowa tu o działalności komitetu audytu. Zagadnienie to stanowi jednocześnie wyzwanie dla przyszłych badań, podejmowanych w szczególności w ramach rachunkowości zarządczej.

Znamiennym wydaje się fakt, że wzmożone zainteresowanie określonym zagadnieniem za granicą, znajdujące odzwierciedlenie w liczbie publikacji, nie przekłada się w tym samym czasie na liczbę publikacji w Polsce.

Przedstawiona w niniejszym artykule analiza porównawcza wymaga kolejnych, pogłębionych badań naukowych.

Bibliografia

Opracowania:

- Ball R.**, *Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2001.
- Brown P., Beekes W., Verhoeven P.**, *Corporate governance, accounting and finance: A review*, Accounting and Finance 2011/51.
- Bushman R.M., Smith A.J.**, *Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance*, Economic Policy Review 2003/9/1.
- Cadbury A.**, *Corporate Governance and Chairmanship*, Oxford 2002.
- Conceptual Framework for Financial Reporting, IASB 2010.
- Dobroszek J., Michalak J.**, *Nurty badawcze w nauce rachunkowości w Polsce i na świecie*, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości 2013/71 (127).
- Hulicka M.**, *Oszukańcza sprawozdawczość finansowa. Wpływ rzetelnej rewizji finansowej na efektywność nadzoru korporacyjnego i ograniczenie asymetrii informacji na rynku kapitałowym*, Wyd. UJ, Kraków 2008.
- Ijiri Y.**, *Theory of Accounting Measurement*, American Accounting Association, Sarasota 1975.
- Jaruga A.**, *Rachunkowość w warunkach gospodarki rynkowej*, [w:] Jaruga A. i in., *Rachunkowość finansowa*, wyd. III, Tow. Gosp. RAFIB, Łódź 1995.
- Jermowska M.**, *Istota i uwarunkowania rozwoju nadzoru korporacyjnego*, [w:] Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. UŁ, Łódź 2002.
- Nilsson K.S.**, *Powerful Accounts: Identities, Principal and Agents*, [w:] Kelemen M., Koster M. (eds), *Critical Management Research in Eastern Europe: Managing the Transition*, Palgrave Macmillan, Basingstoke 2003.
- Surdykowska S.T.**, *Kryzysy finansowe XX wieku i ich wpływ na systemowe regulacje jakości informacji wykorzystywanych przez inwestorów giełdowych*, [w:] Kutera M., Surdykowska S.T., *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2009.
- Walińska E.**, *Roczny raport spółek w Wielkiej Brytanii w świetle potrzeb inwestora*, [praca doktorska napisana w Kat. Rachunkowości na Wydz. Ekonomiczno-Socjologicznym UŁ pod kier. naukowym A. Jarugowej], Łódź 1994.
- Walińska E., Gad J.**, *Wiarygodność informacji sprawozdawczych jako fundament nadzoru korporacyjnego*, Studia i Prace Uniw. Ekon. w Krakowie 2010/14.

Strony internetowe:

- Fulbier R.U., Sellhorn T.**, *Approaches to accounting research – Evidence from EAA Annual Congresses*, SSRN 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985119; stan na dzień 15.01.2014 r.
- <http://www.skwp.pl/Zeszyty,Teoretyczne,Rachunkowosci,8164.html>, stan na dzień 10.01.2014 r.
- <http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/%28ISSN%291911-3846>, stan na dzień 10.01.2014 r.
- <http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/%28ISSN%291467-8683>, stan na dzień 10.01.2014 r.
- <http://www.journals.elsevier.com/the-british-accounting-review/>, stan na dzień 10.01.2014 r.

Jacek GAD

**ACCOUNTING AND CORPORATE GOVERNANCE AS AREAS OF RESEARCH
IN POLAND AND WORLDWIDE**

(Summary)

Article contains theoretical and empirical aspects. Its purpose is to determine whether during the analyzed years the penetration of research problems between accounting and corporate governance took place.

The research method used in article was to analyze the content of national and international publications in the field of accounting and corporate governance. The content presented in the paper was also developed based on literature studies.

Keywords: corporate governance, accounting, research problems

Anna GOLEC*
Bartłomiej GABRIEL**

STANDARDY ŁADU KORPORACYJNEGO JAKO CZYNNIK DETERMINUJĄCY WYBÓR MIEJSCA ZAGRANICZNEGO DEBIUTU GIEŁDOWEGO NA PRZYKŁADZIE SPÓLEK UKRAIŃSKICH

Słowa kluczowe: zagraniczne IPO, nadzór korporacyjny, Ukraina

1. Wstęp

Badania nad ładem korporacyjnym (*corporate governance* – CG) i jego wpływem na różne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstw stanowią dynamicznie rozwijający się obszar naukowych zainteresowań różnych dyscyplin naukowych. Wśród najczęściej wymienianych korzyści z wdrożenia wysokich standardów ładu korporacyjnego znajdują się:¹

- poszerzenie bazy potencjalnych inwestorów, co zwiększa możliwości inwestycyjne przedsiębiorstwa i poprawia jego perspektywy rozwoju;
- obniżenie kosztu kapitału;
- poprawa efektywności gospodarowania, przekładająca się na wzrost wartości przedsiębiorstwa;
- obniżenie ryzyka związanego z nadużyciami finansowymi, a także angażowaniem się w nieodpowiednie projekty inwestycyjne;
- budowa trwałych i harmonijnych relacji z interesariuszami.

System ładu korporacyjnego obejmuje formalne i nieformalne instytucje, prawa, wartości oraz zasady, które tworzą zestaw form prawnych i organi-

* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Uniwersytet Gdański; e-mail: agolec@wzr.ug.edu.pl

** Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Uniwersytet Gdański; e-mail: bgabriel@wzr.ug.edu.pl

¹ S. Claessens, *Corporate Governance and Development*, The World Bank, Washington 2003.

zacyjnych, dostępnych w danym kraju, i które determinują podział władzy w spółkach². Mechanizmy nadzoru korporacyjnego są klasyfikowane w wielu różnych przekrojach³, natomiast z punktu widzenia niniejszego opracowania najistotniejszym jest podział na mechanizmy narzucone (np. poprzez normy prawne) i dobrowolne (kształtowane przez organy spółki). Jak podkreślają Ferris i in., korporacje w dobie globalizacji i swobodnego przepływu kapitału mogą efektywnie wybierać akceptowany przez swoje organy poziom ochrony inwestorów oraz zakres regulacji, którym podlegają, poprzez wybór lokalizacji siedziby spółki⁴.

Problematyka publikacji dotyczy dobrowolnych modyfikacji standardów nadzoru korporacyjnego, uzyskiwanych w drodze pierwszej emisji publicznej połączonej z wprowadzeniem akcji do obrotu na rynku zagranicznym (ang. *Foreign Initial Public Offering* – FIPO).

Celem opracowania jest wskazanie dominującego schematu FIPO, określenie głównych rynków docelowych oraz ustalenie czy standardy ładu korporacyjnego mogą odgrywać istotną rolę w wyborze miejsca notowań – na przykładzie spółek ukraińskich, które wprowadziły swoje akcje do zorganizowanego obrotu zagranicą w latach 2005–2012. Szczegółowa analiza zidentyfikowanych przypadków FIPO pozwoliła na weryfikację postawionej hipotezy oraz wyodrębnienie interesujących wniosków.

W badaniu wykorzystano głównie materiały źródłowe pochodzące od spółek, dane operatorów giełdowych, jak również raporty instytucji analitycznych monitorujących rynek kapitałowy oraz platformę danych World Economic Forum.

² P. Cornelius, B. Kogut, *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press, New York 2003.

³ D. Dennis, J.J. McConnel, *International Corporate Governance*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2003/38, s. 1–36; P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, IBnGR, Gdańsk 2002.

⁴ S.P. Ferris, K.A. Kim, G. Noronha, *The Effect of Crosslisting on Corporate Governance: A Review of the International Evidence*, *Corporate Governance: An International Review* 2009/17(3), s. 338–352.

2. Dotychczasowe wyniki badań

W literaturze przedmiotu odnaleźć można wiele czynników, które mogą skłaniać przedsiębiorstwa do wprowadzenia akcji do obrotu poza krajem macierzystym. Najczęściej wymienianymi są⁵:

- możliwość pozyskania kapitału po niższym koszcie;
- poprawa wyceny akcji;
- poprawa płynności obrotu akcjami i dostęp do większej puli inwestorów;
- względy promocyjne i wizerunkowe;
- chęć podwyższenia standardów ładu korporacyjnego.

Ostatni z wymienionych elementów znajduje odzwierciedlenie w koncepcji *legal bonding hypothesis* sformułowanej przez Coffee'ego⁶ i Stulza⁷, sugerującej, że firmy z krajów o niskich standardach prawnych i regulacyjnych, które dokonują wprowadzenia akcji do obrotu w krajach o wyższych standardach, podporządkowują się wyższym standardom ładu korporacyjnego, w porównaniu do spółek, które pozostają obecne jedynie na krajowym rynku.

Notowanie w kraju o wyższych standardach ładu korporacyjnego sprawia, że spółki stają się obiektem zainteresowania organów nadzorujących rynek kapitałowy, często podlegają bardziej surowym regulacjom prawnym dotyczącym obrotu papierami wartościowymi oraz restrykcyjnym warunkom dopuszczenia do zorganizowanego obrotu. Ponadto zwiększa się przejrzystość funkcjonowania przedsiębiorstwa poprzez szersze obowiązki informacyjne, wymóg niezależnej rewizji sprawozdań rocznych i okresowych, jak również rozszerzenie bazy analityków, którzy monitorują sytuację emitenta⁸.

Jak wskazuje Coffee, nie wszystkie firmy, które dysponują potencjałem do wprowadzenia swoich akcji do obrotu zagranicą, wykorzystują tę możliwość. Jest to szczególnie istotne w przypadku spółek zdominowanych przez jednego akcjonariusza. Z jednej strony, dostęp do rozwiniętych zagranicznych rynków

⁵ **G.A. Karolyi**, *The world of crosslistings and crosslistings of the world: Challenging conventional wisdom*, *Review of Finance* 2006/10, s. 99–152; **S.P. Ferris i in.**, *The Effect...*, s. 338–352; **J. Coffee**, *The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications*, *Northwestern University Law Review* 1999/93, s. 641–707; **R. Stulz**, *Globalization, corporate finance, and cost of capital*, *Journal of Applied Corporate Finance* 1999/12, s. 8–25.

⁶ **J. Coffee**, *The future...*, s. 41–707.

⁷ **R. Stulz**, *Globalization...*, s. 8–25.

⁸ **S.P. Ferris i in.**, *The Effect...*, s. 338–352.

umożliwia pozyskanie znaczących kwot kapitału, a podwyższenie standardów nadzoru korporacyjnego istotnie wpływa na ryzyka związane z inwestowaniem w akcje i przekłada się na niższy koszt pozyskania kapitału i wyższą wartość rynkową. Z drugiej jednak strony, należy pamiętać, że jest to związane z kosztem dostosowania do wyższych standardów oraz koniecznością rezygnacji przez dominującego akcjonariusza z prywatnych korzyści, wynikających ze sprawowania kontroli nad spółką (*private benefits of control*), na rzecz większej ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych. Decyzja o notowaniu na zagranicznym rynku stanowi zatem wybór pomiędzy potencjalnymi korzyściami a zakresem władzy dominującego właściciela⁹.

Koncepcja *bonding* podlegała weryfikacji przez wielu badaczy. Doidge i in., badając zagraniczne spółki notowane w USA, stwierdzili, że notowania krzyżowe wiążą się z wyższym wskaźnikiem η Tobina o 16,5% oraz wyższą wyceną rynkową o 37%, w porównaniu do podmiotów obecnych jedynie na krajowym rynku kapitałowym¹⁰. Szczegółowy przegląd badań, których wyniki są spójne z założeniami koncepcji *bonding*, prezentują Ferris i in.¹¹.

Należy podkreślić, że nie brakuje również głosów przeczących koncepcji *bonding*¹². Szczególnie ciekawy wydaje się argument Jordana, który wskazuje, że firmy z krajów o silnych standardach ładu korporacyjnego, które wprowadzają akcje do obrotu na zagranicznych giełdach, również osiągają z tego tytułu korzyści, zatem nie mogą być one uzasadniane zmianą systemu *corporate governance*. Przykładem mogą tu być spółki kanadyjskie wchodzące na rynek USA¹³. Z kolei Moore i in. wskazują na odwrotną zależność przyczynowo-skutkową – uważają oni, iż to standardy nadzoru korporacyjnego funkcjonujące w przedsiębiorstwie przed IPO (np. obecność instrumentów

⁹ J. Coffee, *Racing towards the top? The impact of crosslistings and stock market competition on International corporate governance*, Columbia Law Review 2002/102, s. 1757–1831.

¹⁰ C. Doidge, G.A. Karolyi, R.M. Stulz, *Why are foreign firms listed on the US worth more?*, Journal of Financial Economics 2004/71, s. 205–238.

¹¹ S.P. Ferris i in., *The Effect...*, s. 338–352.

¹² A. Licht, *Crosslisting and corporate governance: Bonding or avoiding?*, Chicago Journal of International Law 2003/4, s. 122–141; F. Bancel i U. Mittooo, *European managerial perceptions of the net benefits of foreign stock listings*, European Financial Management 2001/33, s. 213–236; M.R. King, D. Segal, *International Crosslisting and the Bonding Hypothesis*, Bank of Canada Working Paper 2004/17, s. 1–40.

¹³ C. Jordan, *The chameleon effect: Beyond the bonding hypothesis for crosslisted securities*, NYU Journal of Law and Business 2006/3, s. 37–90.

wiążących wynagrodzenie menedżerów z wynikami spółki) determinują wybór konkretnego rynku docelowego¹⁴.

Rosenbloom i van Dijk przeanalizowali reakcję rynkową 526 spółek z 44 krajów, które zdecydowały się na wprowadzenie swoich akcji do zorganizowanego obrotu na ośmiu najbardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych, poza krajem swojej siedziby. Ich badania wykazały, że w przypadku notowań w USA i Wielkiej Brytanii obserwowana była poprawa standardów ładu korporacyjnego, przekładająca się na wzrost wartości firmy, natomiast w przypadku pozostałych giełd – europejskich i japońskiej – efektu takiego nie zidentyfikowano¹⁵.

Z przeprowadzonych przez autorów analiz wstępnych, potwierdzonych przez konkluzje Rosenblooma i van Dijka¹⁶ oraz Ferrisa i in.¹⁷ wynika, że światowy dorobek w tej dziedzinie obfituje w opracowania dotyczące notowań krzyżowych spółek rosyjskich, kanadyjskich i zachodnioeuropejskich w USA, natomiast niewiele jest publikacji dotyczących notowań zagranicznych na mniej rozwiniętych rynkach kapitałowych i ich wpływu na poziom standardów nadzoru korporacyjnego. Chęć wypełnienia tej luki stanowiła dla autorów motywację do podjęcia badań dotyczących krajów Europy Środkowo-Wschodniej, a niniejsza publikacja stanowi pierwszy z cyklu artykułów prezentujących wyniki prowadzonych badań.

3. Przedmiot i podmiot badania

Przedmiotem badania były wybrane czynniki, które w literaturze zaliczane są do głównych determinant wyboru miejsca notowań, zaliczane do następujących obszarów:

- potencjał rynku (możliwość uplasowania określonej wielkości emisji i płynność obrotu);
- koszt pozyskania kapitału (IPO);

¹⁴ C.B. Moore, R.G. Bell, I. Filatotchev, A.A. Rasheed, *Foreign IPO Capital Market Choice: Understanding The Institutional Fit Of Corporate Governance*, Strategic Management Journal 2012/33, s. 914–937.

¹⁵ P. Rosenbloom, M.A. van Dijk, *The market reaction to cross-listings: Does the destination market matter?*, Journal of Banking & Finance 2009/33, s. 1898–1908.

¹⁶ *Ibidem*.

¹⁷ S.P. Ferris i in., *The Effect...*, s. 338–352.

- wycena akcji (premia IPO);
- standardy ładu korporacyjnego (obowiązujące kodeksy dobrych praktyk i zakres regulacji).

Analiza wymienionych powyżej elementów umożliwi ocenę znaczenia standardów ładu korporacyjnego w decyzji o FIPO. Autorzy postawili hipotezę, iż standardy ładu korporacyjnego są istotnym czynnikiem zachęcającym bądź zniechęcającym do wprowadzenia akcji do zorganizowanego obrotu za granicą. Spółki zorientowane na długofalowy rozwój gotowe są dostosować się do rynku o wyższych standardach nadzoru korporacyjnego.

Podmiotem badania były spółki prowadzące główną działalność na Ukrainie, których akcje wprowadzone zostały do obrotu na zorganizowanym rynku (regulowanym bądź alternatywnym) w wyniku FIPO w latach 2005–2012. W tym celu przeanalizowano oferty wyżej wymienionych spółek oraz dokonano porównania głównych rynków docelowych pod kątem wyodrębnionych czterech obszarów determinant.

Wybór spółek ukraińskich nie jest przypadkowy. Ukraina jako kraj niebędący członkiem Unii Europejskiej, mający większą swobodę w kształtowaniu regulacji rynku kapitałowego, a ukraińskie standardy ładu korporacyjnego różnią się od polskich czy europejskich.

4. Schemat FIPO

Jak przedstawiono w załączniku 1, w latach 2005–2012 miało miejsce 27 debiutów spółek ukraińskich na rynkach zagranicznych, z czego 13 odbyło się w Londynie (zarówno na rynku regulowanym London Stock Exchange – LSE, jak i na rynku alternatywnym Alternative Investment Market – AIM), 12 w Warszawie na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) a po jednym w Kanadzie i Niemczech. Zaskakujący wydawać się może fakt znikomej obecności w tym zestawieniu giełd kontynentalnej Europy Zachodniej.

Ukraińskie spółki notowane na rynkach zagranicznych pozyskały w badanym okresie kapitał przekraczający 2,5 mld USD, przy średniej emisji na poziomie 93 mln USD. Największą emisję (368 mln USD) przeprowadziła spółka MHP, najmniejszą zaś – spółka Agroliga (1,4 mln USD), która zadebiutowała na warszawskim New Connect w 2010 roku.

Szczyt obecności spółek ukraińskich wśród debiutów na giełdzie londyńskiej przypadł na rok 2007 (5 IPO na rynku AIM oraz 1 na głównym parkiecie), wtedy to miał miejsce również jedyny w rozpatrywanym okresie debiut we Frankfurcie. Następne lata charakteryzowały się znacznym ograniczeniem aktywności w obszarze badanych zjawisk. Zapewne na skutek kryzysu na rynkach finansowych, w przedziale czasowym 2008–2009 miały miejsce jedynie dwa debiuty na LSE (oba w roku 2008). Lata 2010–2011 przyniosły znaczne ożywienie, zwłaszcza na warszawskiej GPW – zadebiutowało wtedy aż 8 z 11 notowanych obecnie na głównym parkiecie spółek ukraińskich oraz jedyna reprezentantka Ukrainy na New Connect. W tym samym okresie w Londynie debiutowały jedynie dwie spółki (po jednej na parkiecie głównym oraz AIM), w 2011 roku nastąpił również jedyny debiut na rynku kanadyjskim.

Dostrzegalnym schematem wprowadzania akcji do obrotu na rynkach zagranicznych jest reinkorporacja w innym kraju, jednak – co ciekawe – najczęściej nie jest to kraj wprowadzania danej spółki do obrotu. 61% spółek planujących debiut na rynku anglosaskim wybrało inkorporację w Wielkiej Brytanii (4 z parkietu głównego LSE, 1 z równoległego) lub na wyspach Jersey i Man (4 spółki debiutujące na AIM), zaś dwie trzecie podmiotów planujących debiut w Polsce wybrało inkorporację w krajach Europy Kontynentalnej (5 w Luksemburgu, 3 w Holandii). Ciekawym przykładem jest Cypr, który był równie chętnie wybierany przez spółki debiutujące w Warszawie (3 przypadki), jak i w Londynie (jedna emisja GDR na ryku głównym i dwa debiuty na AIM), było tak również w przypadku jedynej w zestawieniu spółki, która emitowała GDR na giełdzie frankfurckiej. Jedyna spółka notowana poza Europą to Black Iron – wyłączny w badanym okresie reprezentant kanadyjskiego rynku kapitałowego. Wybrała ona Kanadę również na miejsce reinkorporacji.

Schemat FIPO z reinkorporacją w kraju trzecim uwarunkowany jest niekorzystnymi regulacjami prawnymi obowiązującymi na Ukrainie. Do roku 2010 większość ukraińskich emitentów nie postrzegала bezpośredniego lokowania emisji na giełdach zagranicznych jako atrakcyjne, ze względu na liczbę ograniczeń prawnych nałożonych (głównie) przez decyzję Państwowej Komisji ds. Papierów Wartościowych i Giełd – PKPWiG (ukraińskiego odpowiednika Komisji Nadzoru Finansowego) nr 36 z 17 października 1997 r.¹⁸. Zgodnie

¹⁸ Decyzja Państwowej Komisji ds. Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 17 października 1997 r. w sprawie zatwierdzenia procedury udzielania zezwolenia na wyemitowanie akcji lub obligacji ukraińskich przedsiębiorstw poza granicami kraju (рішення Державної комісії

z tą decyzją, emitent musiał uzyskać licencję od PKPWiG, aby wprowadzić do obiegu papiery wartościowe poza Ukrainą. Jako warunek wstępny dla licencji, emitent musiał spełniać szereg wymagań, w tym:

- minimalny kapitał podstawowy nie mniejszy niż 5 milionów hrywien (1 mln USD);
- papiery wartościowe muszą być już notowane na ukraińskiej giełdzie;
- wszystkie papiery wartościowe umieszczone poza Ukrainą nie mogą stanowić więcej niż 25% kapitału zakładowego;
- cena papierów wartościowych umieszczonych poza Ukrainą nie może być niższa od ich wartości nominalnej na krajowej giełdzie.

Ponadto PKPWiG miała swobodę określania rodzaju emisji i zagranicznego rynku giełdowego, na którym papiery wartościowe emitenta ukraińskiego miały być umieszczone. Dla ominięcia decyzji nr 36, ukraińskie firmy zazwyczaj emitowały papiery wartościowe przy wykorzystaniu złożonych struktur, z udziałem zagranicznego podmiotu pośredniczącego.

Większość ofert publicznych na rynku pierwotnym, przeprowadzanych przez ukraińskie spółki, ma strukturę dwupoziomową: aktywa są najpierw przekazywane do spółki specjalnego przeznaczenia (SPV), zwykle zawiązanej w jurysdykcji europejskiego kraju z korzystnymi przepisami podatkowymi (np. Cypr, Holandia), po czym akcje SPV są notowane na giełdach poza Ukrainą. Struktura dwustopniowa pomaga również ograniczyć ryzyko inwestorów, związane z zacofanymi ukraińskimi standardami ładu korporacyjnego. Alternatywnie lub dodatkowo, do struktury dwustopniowej, szeroko stosowane są programy kwitów depozytowych (GDR i ADR)¹⁹.

Dane z krajów reinkorporacji i notowań spółek ukraińskich, zawarte w tabeli 1, potwierdzają korzyści podatkowe, wynikające z przeniesienia siedziby.

Niestety żadna z badanych spółek notowanych na warszawskiej GPW nie uznała warunków funkcjonowania w Polsce za wystarczająco korzystne dla dokonania reinkorporacji, pomimo porównywalnych z Holandią obciążeń podatkowych.

з цінних паперів та фондового ринку від 17 жовтня 1997 року № 36 «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облігацій підприємств українських емітентів за межами України»); <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1007.1102.1>; stan na dzień 15.01.2014 r.

¹⁹ O. Zagnitko, *IFLR1000. 2010 Edition: Ukraine*. 2010 s. 906–911; <http://www.iflr1000.com/pdfs/Directories/13/Ukraine.pdf>; stan na dzień 15.01.2014 r.

TABELA 1: *Przeciętna efektywna stopa podatku CIT w wybranych krajach w latach 2005–2012*

Kraj Kryterium	Ukraina	Polska	Cypr	Luksemburg	Holandia	Wielka Brytania
Efektywna stopa opodatkowania korporacji (jako % zysków)	57,51	40,95	24,53	23,35	42,70	35,99

Źródło: oprac. własne na podst. World Economic Forum Data Platform, <http://www.weforum.org/issues/competitiveness-0/gci2012-data-platform/>; stan na dzień 15.01.2014 r.

5. Potencjał rynków i wycena

W tabeli 2 przedstawiono podsumowanie podstawowych parametrów emisji dla rynków, gdzie w badanym okresie miało miejsce najwięcej debiutów spółek ukraińskich.

TABELA 2: *Charakterystyka parametrów FIPO spółek ukraińskich na głównych rynkach docelowych w latach 2005–2012*

	AIM (Londyn)	LSE Premium (Londyn)	LSE GDR (Londyn)	GPW (Warszawa)
Pozyskany kapitał w mln USD	586	534	597	651
Liczba spółek	8	3	2	11
Średnia wielkość pozyskanego kapitału w mln USD	73,25	178	298,5	59,18
Minimalna wielkość emisji w mln USD	7	32	229	8
Maksymalna wielkość emisji w mln USD	204	300	368	220

Źródło: oprac. własne na podst. PwC, *An overview of Ukrainian IPOs Listing centres, investment banks, legal counsels and issuers' jurisdictions*, http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capital-markets/assets/an_overview_of_ukranian_ipos_eng.pdf; stan na dzień 15.01.2014 r., B. Wells, *Corporate Governance in Ukraine. Passing go*, Concorde Capital, Kiev 2011.

Na podstawie powyższego podsumowania stwierdzić można, że zdecydowana większość emisji na głównym parkiecie londyńskiej giełdy (również w formie GDR) ma zbyt dużą wartość jak na rozmiary polskiego rynku.

Warszawska GPW nie stanowi zatem realnej alternatywy dla inwestowania na głównym parkiecie LSE. Inaczej jest w przypadku AIM – podstawowy rynek GPW wydaje się miejscem do niego porównywalnym. W dalszej części badania autorzy skoncentrują się zatem na GPW i AIM.

Dla dokładniejszego porównania wybranych rynków, konieczne jest spojrzenie na nie z szerszej perspektywy. Najlepiej prześledzić w tym celu podstawowe wielkości charakteryzujące te rynki na przestrzeni badanego okresu. Z punktu widzenia tematu niniejszego opracowania należy również przyrzeć się bliżej najważniejszym cechom pierwotnych ofert publicznych, które miały wtedy miejsce. Wszystkie wyżej wspomniane elementy zostały zawarte w tabeli 3.

TABELA 3: *Charakterystyka GPW i AIM w latach 2005–2012*

Charakterystyki rynku		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kapitalizacja w mln USD	AIM	97 191	177 434	194 234	54 218	91 449	124 046	101 163	98 901
	GPW	130 337	218 526	442 729	157 133	251 166	269 082	187 972	236 789
Liczba spółek	AIM	1 399	1 634	1 694	1 550	1 293	1 195	1 143	1 096
	GPW	255	284	351	374	379	400	426	438
Obrót roczny w mln USD	AIM	72 368	113 512	149 381	70 796	54 372	51 218	59 690	61 535
	GPW	30 220	58 195	98 254	55 966	61 734	79 151	78 403	65 445
Średnia emisja IPO w mln USD	AIM	29	66	69	35	76	34	18	24
	GPW	61	38	108	126	204	189	89	92
Średni koszt IPO	AIM	6,10%	6,20%	6,70%	7,00%	7,24%	7,29%	10,56%	8,43%
	GPW	7,77%	6,00%	4,90%	7,50%	10,40%	7,80%	7,25%	7,60%

Źródło: oprac. własne na podst. danych GPW i AIM oraz UHY Hacker Young Group: <http://www.uhy-uk.com/resources/news/cost-of-listing-on-aim-falls-for-the-first-time-in-seven-years-as-nomads-compete-for-work/>; stan na dzień 15.01.2014 r.

Biorąc pod uwagę kapitalizację, GPW była w badanym okresie rynkiem około dwukrotnie większym niż AIM (237 mln USD wobec 117 mln USD), notowano na niej jednak znacznie mniej spółek – przeciętna kapitalizacja spółki notowanej na GPW była więc już wielokrotnie wyższa. Pod względem płynności sytuacja ulegała w latach 2005–2012 ewolucji – od roku 2009 kwota obrotu na GPW zaczęła przewyższać obroty na AIM i tak było do końca tego okresu. Cały czas był to jednak obrót porównywalny, co – biorąc pod uwagę znacznie wyższą kapitalizację GPW – powoduje, że AIM zyskuje przewagę

nad warszawską giełdą pod względem płynności; może to mieć znaczenie w wyborze miejsca debiutu spółki. Przeciętna wartość emisji na GPW (ponad 113 mln USD) była natomiast znacznie wyższa od analogicznej wielkości na AIM (niespełna 44 mln USD), przy bardzo zbliżonym średnim koszcie emisji, który wynosił podczas badanego przedziału czasowego 7,40% na GPW i 7,44% na AIM. Można zatem stwierdzić, że ten czynnik nie mógł być kluczowy dla wyboru rynku debiutu przez spółki ukraińskie.

Dla spółki planującej swoją nową emisję standardem jest zaoferowanie akcji z dyskontem w stosunku do spodziewanej ceny rynkowej. Z punktu widzenia spółki kluczowe jest zatem, w jaki sposób rynek wyceni jej ofertę i jak wysoką premię spółka musi zaoferować, aby uplasować emisję. W tabeli 4 przedstawiono premie FIPO, uzyskane przez spółki jako procentową różnicę pomiędzy ceną w ofercie publicznej a zamknięciem notowań w dniu debiutu na GPW i AIM.

TABELA 4: *Premie FIPO spółek ukraińskich na GPW i AIM w latach 2005–2012*

GPW			AIM		
Spółka	Wielkość emisji (mln USD)	Premia FIPO	Spółka	Wielkość emisji (mln USD)	Premia FIPO
Agroton	53	6,81%	Aisi Reality Public	33	25,39%
Astarta	32	0,00%	Continental Farmers Group	24	27,48%
Coal Energy	79	-4,00%	DUP&D	204	10,89%
Industrial Milk	30	2,31%	KDD Group	128	4,00%
KDM Shipping	8	1,85%	Landkom	111	9,62%
Kernel	220	0,00%	Nostra Terra	7	100,00%
KSG Agro	39	0,55%	Ukrproduct Group	11	12,15%
Milkiland	78	6,60%	XXI Century	68	10,07%
Ovostar	33	0,32%			
Sadovaya	31	21,40%			
Westa	48	2,13%			
Średnia ważona		2,21%	Średnia ważona		11,84%

Źródło: oprac. własne na podst. danych GPW i AIM.

Powyższe dane pozwalają wyciągnąć wniosek o przewadze GPW w zakresie możliwości zgromadzenia większego kapitału. Średnia premia za debiut, ważona wielkością emisji, była tu bowiem znacznie niższa niż na AIM. Co warto podkreślić, dyskonto nie jest zależne od wielkości emisji.

6. Standardy ładu korporacyjnego

Standardy ładu korporacyjnego regulowane są za pomocą obowiązków wyznaczonych przez ramy instytucjonalno-prawne oraz dobrowolne praktyki spółek. O ile wprowadzony w 2003 roku ukraiński kodeks dobrych praktyk (*Ukrainian Corporate Governance Principles – UCGP*)²⁰ ocenić należy dość wysoko na tle innych kodeksów powstających w tamtym czasie, to ramy prawne i ich rzeczywiste wdrożenie dalece odbiegają od standardów rynków rozwiniętych. Ukraińskie prawo nie zapewnia ochrony interesu akcjonariuszy mniejszościowych w zakresie opiniowania decyzji spółki. Członkowie organów statutowych spółki podporządkowani są większościowemu akcjonariuszowi, co pozostawia akcjonariat mniejszościowy bez realnych możliwości przeciwdziałania nadużyciom²¹.

W tym kontekście nie może zaskakiwać fakt, że jedną z myśli przewodnich tamtejszego kodeksu dobrych praktyk jest zapewnienie akcjonariuszom mniejszościowym możliwości wycofania się z inwestycji po uczciwej cenie w przypadku różnicy zdań z głównym akcjonariuszem. Kodeks postuluje wprowadzenie prawa żądania przez akcjonariusza mniejszościowego umorzenia akcji w przypadku sprzeciwu na decyzje podjęte przez WZA po godziwej wartości (nie niższej niż średni kurs z ostatnich 2 miesięcy). Ponadto w kodeksie, poza technicznymi zaleceniami dotyczącymi organizacji walnego zgromadzenia, znalazły się zapisy o zapewnieniu uczciwego i przejrzystego systemu liczenia głosów, niewprowadzaniu ograniczeń w rozporządzaniu akcjami oraz wdrożeniu procedur przeciwdziałających wykorzystaniu informacji poufnych przez insiderów²². Należy podkreślić, że ukraiński odpowiednik Komisji Nadzoru Finansowego nie reguluje kwestii transakcji dokonywanych przez członków organów spółki i wyższą kadrę kierowniczą²³, co stwarza szerokie pole do nadużyć.

Zalecenia kodeksu dotyczące organizacji pracy i składu organów statutowych nie odbiegają zasadniczo od standardów europejskich, zarówno w kwestii powoływania komitetów, wprowadzania członków niezależnych do rady

²⁰ Ukrainian Corporate Governance Practices 2003, http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=182; stan na dzień 15.01.2014 r.

²¹ O. Zagnitko, *IFLR1000...*

²² Ukrainian Corporate Governance Practices...

²³ O. Zagnitko, *IFLR1000...*

nadzorczej czy też szczegółowego ujawniania poziomu wynagrodzeń. W dobie społeczeństwa informacyjnego nieco zaskakujący wydawać się może fakt, że kodeks zaleca publikowanie istotnych informacji o spółce „niezwłocznie” tj. w ciągu dwóch dni od zaistnienia zdarzenia podlegającego raportowaniu²⁴.

Na tym tle można bezspornie przyjąć, że dokonując reinkorporacji oraz notowań w krajach Unii Europejskiej, spółki ukraińskie wkraczają w środowisko znacznie wyższych standardów nadzoru korporacyjnego. Znajduje to potwierdzenie w ocenach dokonywanych przez ekspertów ekonomicznych World Economic Forum zaprezentowanych w tabeli 5.

TABELA 5: Ocena wybranych elementów atrakcyjności ekonomicznej krajów związanych z procesem FIPO spółek ukraińskich (średnia dla lat 2005–2013)

Kryterium \ Kraj	Ukraina	Polska	Cypr	Luksemburg	Holandia	Wielka Brytania
Koszty związane z przestępczością*	4,82	4,85	5,80	6,14	5,16	4,98
Efektywność systemu prawnego w rozstrzyganiu sporów*	2,31	3,01	4,59	5,34	5,49	5,43
Niezależność systemu sądownictwa*	2,32	3,98	5,16	5,81	6,34	6,11
Ochrona prawa własności*	2,91	4,25	5,39	6,16	6,11	5,96
Ochrona inwestorów**	4,20	5,96	5,65	4,30	4,70	8,00
Ochrona interesu inwestorów mniejszościowych*	2,95	4,22	4,99	5,07	5,35	5,43
Standardy rachunkowości i audytu*	3,62	4,86	5,53	5,95	5,96	5,95
Efektywność działania organów statutowych spółek*	4,27	4,33	4,05	5,32	5,46	5,44
Etyczne zachowania firm*	3,19	4,22	4,53	6,01	6,22	5,88

Objaśnienia: * skala: 1 = najgorzej, 7 = najlepiej; ** skala: 1 = najgorzej, 10 = najlepiej.

Źródło: World Economic Forum Data Platform, <http://www.weforum.org/issues/competitiveness-0/gci2012-data-platform/>; stan na dzień 15.01.2014 r.

²⁴ Ukrainian Corporate Governance Practices...

Raporty Concorde Capital²⁵ wskazują ponadto, że standardy ładu korporacyjnego spółek notowanych na zagranicznych rynkach kapitałowych ocenione zostały wyżej niż spółek notowanych na Ukrainie.

Dyskusyjna jest próba porównania standardów nadzoru korporacyjnego spółek z GPW oraz AIM. Należy pamiętać, że pomimo swojej lokalizacji w kraju o niewątpliwie wyższych standardach *corporate governance* niż standardy polskie, londyński AIM jest rynkiem nieregulowanym. Specyfika tego rynku i różnorodność emitentów z różnych systemów prawnych sprawiły, że organizator rynku nie przewidział dla tego segmentu kodeksu dobrych praktyk, pozostawiając tę kwestię nieuregulowaną. Paradoksalnie więc, to spółki notowane na warszawskim rynku regulowanym podlegają większym rygorom w zakresie wymagań dotyczących nadzoru korporacyjnego, dzięki *Dobrym Praktykom Spółek Notowanych na GPW* oraz zasadzie *comply or explain*.

Tezę tę potwierdzają dane empiryczne. Wykorzystując ranking nadzoru korporacyjnego Concorde Capital²⁶, autorzy obliczyli średnie oceny dla emitentów notowanych w Polsce i Wielkiej Brytanii (patrz załącznik 1). Średnia ocena dla spółek notowanych na GPW wyniosła 8,28, co przy 10-punktowej skali należy uznać za bardzo wysoki wynik. Dla rynków londyńskich średnie wyniosły: dla LSE – 8,38 a dla AIM – 7,30, przy czym oceny uzyskano jedynie dla 5 emitentów z tego segmentu.

Pogłębiona analiza sytuacji spółek obecnych na GPW i AIM wskazała, że do połowy 2013 roku w przypadku 4 z 8 emitentów dokonujących debiutu na AIM, ich akcje zostały wycofane z obrotu, a w historii ich obecności na parkiecie odnotować można przypadki zawieszenia, spowodowanego nieterminowym przekazywaniem raportów okresowych lub problemami finansowymi (XXI Century, Landkom, KDD Group, Continental Farmers Group).

Można zatem uznać, że spółki, które nie wiązały swojego długoterminowego rozwoju z rynkiem kapitałowym, wybrały rynek o niższych standardach, co potwierdza postawioną przez autorów hipotezę.

²⁵ N. Piazza, K. Fisun, *Ukrainian Corporate Governance. From ape to man*, Concorde Capital, Kiev 2007; K. Fisun, O. Klymchuk, *Ukrainian Corporate Governance. Stratghtening up to fly right*, Concorde Capital, Kiev 2008; B. Wells, *Corporate Governance in Ukraine. Passing go*, Concorde Capital, Kiev 2011; A. Paraschiy, Z. Zawada, R. Topolyuk, R. Dmytrenko, *Corporate Governance in Ukraine. Not gone with the wind*. Concorde Capital, Kiev 2013.

²⁶ A. Paraschiy i in., *Corporate...*

7. Zakończenie

Przeгляд FIPO spółek ukraińskich skłonił autorów do skoncentrowania się na dwóch rynkach porównywalnych do siebie w badanym okresie pod względem ogólnych charakterystyk (GPW i AIM). Zagraniczne debiuty zawsze poprzedzone były reinkorporacją spółek w krajach trzecich, ze względu na restrykcyjne przepisy w przypadku FIPO dokonywanego z Ukrainy (do 2010 roku) oraz łagodniejsze niż na Ukrainie przepisy podatkowe. Wyjście z ofertą za granicę wiązało się z koniecznością funkcjonowania w środowisku znacznie wyższych standardów CG, obowiązujących na terenie UE.

W decyzji o wyborze miejsca notowań za wejściem na GPW przemawiały: rozmiar rynku, możliwość uplasowania większej emisji oraz niższe premie FIPO, które można przypisywać wyższym standardom CG, wynikającym z szerszego zakresu regulacji niż na rynku alternatywnym oraz obecności kodeksu dobrych praktyk. Z kolei za obecnością spółki na AIM przemawiały niższe wymogi w zakresie CG. Koszt pozyskania kapitału na obu rynkach kształtował się na zbliżonym poziomie.

Krótki żywot rynkowy połowy z ukraińskich emitentów na AIM oraz ciągła obecność debiutantów z lat 2005–2012 na GPW, jak również wyniki niezależnych rankingów CG, potwierdzają postawioną przez autorów hipotezę o wyborze miejsca notowań o wyższym standardzie nadzoru korporacyjnego przez spółki poważnie myślące o swoim funkcjonowaniu na rynku kapitałowym w dalszej przyszłości. Można zatem stwierdzić, że wyższe standardy CG na GPW pełnią pozytywną rolę w selekcji debiutujących spółek.

Bibliografia

Opracowania:

- Bancel F., Mittoo U.**, *European managerial perceptions of the net benefits of foreign stock listings*, *European Financial Management* 2001/33.
- Claessens S.**, *Corporate Governance and Development*, The World Bank, Washington 2003.
- Coffee J.**, *The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications*, *Northwestern University Law Review* 1999/93.
- Coffe J.**, *Racing towards the top? The impact of crosslistings and stock market competition on International corporate governance*, *Columbia Law Review* 2002/102.

- Cornelius P.K., Kogut B.**, *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford University Press, New York 2003.
- Denis D., McConnell J.J.**, *International Corporate Governance*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2003/38.
- Doidge C., Karolyi G.A., Stulz R.M.**, *Why are foreign firms listed on the US worth more?*, *Journal of Financial Economics* 2004/71.
- Ferris S.P., Kim K.A., Noronha G.**, *The Effect of Crosslisting on Corporate Governance: A Review of the International Evidence*, *Corporate Governance: An International Review* 2009/17(3).
- Fisun K., Klymchuk O.**, *Ukrainian Corporate Governance. Straightening up to fly right*, Concorde Capital, Kiev 2008.
- Jordan C.**, *The chameleon effect: Beyond the bonding hypothesis for crosslisted securities*, *NYU Journal of Law and Business* 2006/3.
- Karolyi G.A.**, *The world of crosslistings and crosslistings of the world: Challenging conventional wisdom*, *Review of Finance* 2006/10.
- King M.R., Segal D.**, *International Crosslisting and the Bonding Hypothesis*, Bank of Canada Working Paper 2004/17.
- Licht A.**, *Crosslisting and corporate governance: Bonding or avoiding?*, *Chicago Journal of International Law* 2003/4.
- Moore C.B., Bell R.G., Filatotchev I., Rasheed A.A.**, *Foreign IPO Capital Market Choice: Understanding The Institutional Fit Of Corporate Governance*, *Strategic Management Journal* 2012/33.
- Paraschiy A., Zawada Z., Topolyuk R., Dmytrenko R.**, *Corporate Governance in Ukraine. Not gone with the wind*, Concorde Capital, Kiev 2013.
- Piazza N., Fisun K.**, *Ukrainian Corporate Governance. From ape to man*, Concorde Capital, Kiev 2007.
- Roosenbloom P., van Dijk M.A.**, *The market reaction to cross-listings: Does the destination market matter?*, *Journal of Banking & Finance* 2009/33.
- Stulz R.**, *Globalization, corporate finance, and cost of capital*, *Journal of Applied Corporate Finance* 1999/12.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M.**, *Biała księga nadzoru korporacyjnego*, IBnGR, Gdańsk 2002.
- Wells B.**, *Corporate Governance in Ukraine. Passing go*, Concorde Capital, Kiev 2011.

Strony internetowe:

- PwC, *An overview of Ukrainian IPOs Listing centres, investment banks, legal counsels and issuers' jurisdictions*, http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capital-markets/assets/an_overview_of_ukranian_ipos_eng.pdf.pdf, Stan na 15.01.2014 r.
- UHY Hacker Young Group, <http://www.uhy-uk.com/resources/news/cost-of-listing-on-aim-falls-for-the-first-time-in-seven-years-as-nomads-compete-for-work/>; stan na dzień 15.01.2014 r.
- Ukrainian Corporate Governance Practices 2003, http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=182; stan na dzień 15.01.2014 r.
- Zagnitko O.**, *IFLR1000. 2010 Edition: Ukraine*, 2010; <http://www.iflr1000.com/pdfs/Directories/13/Ukraine.pdf>; stan na dzień 15.01.2014 r.

Dokumenty:

Decyzja Państwowej Komisji ds. Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 17 października 1997 r. w sprawie zatwierdzania procedury udzielania zezwolenia na wyemitowanie akcji lub obligacji ukraińskich przedsiębiorstw poza granicami kraju (рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17 жовтня 1997 року № 36 «Про затвердження Положення про порядок надання дозволу на обіг акцій або облигацій підприємств українських емітентів за межами України»); <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1007.1102.1>, stan na dzień 15.01.2014 r.

ZAŁĄCZNIK 1: Dane dotyczące FIPO spółek prowadzących działalność na Ukrainie w latach 2005–2012

	Data IPO	Nazwa Spółki	Emisja IPO w mln USD	Miejsce notowań	Rynek IPO	Siedziba	Ranking CG*
1	2005	Ukrproduct Group	11	LONDYN	AIM	Wyspa Jersey	10,0
2	2005	Ukraine Opportunity Trust	32	LONDYN	LSE	Wielka Brytania	brak
3	2005	XXI Century	68	LONDYN	AIM	Cypr	7,5
4	2006	Astarta	32	WARSZAWA	GPW	Holandia	10,0
5	2007	TMM Real Estate	105	FRANKFURT	DB (GDR)	Cypr	7,5
6	2007	DUP&D	204	LONDYN	AIM	Wyspa Man	8,0
7	2007	Ferrexpo	202	LONDYN	LSE	Wielka Brytania	9,0
8	2007	Nostra Terra	7	LONDYN	AIM	Wielka Brytania	brak
9	2007	Aisi Reality Public	33	LONDYN	AIM	Cypr	5,0
10	2007	Landkom	111	LONDYN	AIM	Wyspa Man	brak
11	2007	Kernel	220	WARSZAWA	GPW	Cypr	10,0
12	2007	KDD Group	128	LONDYN	AIM	Holandia	6,0
13	2008	MHP	368	LONDYN	RLSE (GD)	Luksemburg	10,0
14	2008	Cadogan Petroleum	300	LONDYN	LSE	Wielka Brytania	6,5
15	2010	Avangard Agroholding	229	LONDYN	RLSE (GD)	Cypr	8,0
16	2010	Agroliga	1,4	WARSZAWA	NC	Wielka Brytania	brak
17	2010	Agroton	53	WARSZAWA	GPW	Cypr	brak
18	2010	Milkiland	78	WARSZAWA	GPW	Holandia	9,5
19	2010	Sadovaya	31	WARSZAWA	GPW	Luksemburg	6,5
20	2011	Black Iron	36	TORONTO	TSX	Kanada	9,0
21	2011	KSG Agro	39	WARSZAWA	GPW	Luksemburg	8,5
22	2011	Industrial Milk	30	WARSZAWA	GPW	Luksemburg	9,0
23	2011	Westa	48	WARSZAWA	GPW	Luksemburg	6,0
24	2011	Ovostar	33	WARSZAWA	GPW	Holandia	9,0
25	2011	Continental Farmers Group	24	LONDYN	AIM	Wyspa Man	brak
26	2011	Coal Energy	79	WARSZAWA	GPW	Luksemburg	9,0
27	2012	KDM Shipping	8	WARSZAWA	GPW	Cypr	9,0

Objaśnienia: * Skala: 0 = najgorzej, 10 = najlepiej.

Źródło: oprac. własne na podst. PwC, *An overview of Ukrainian IPOs Listing centres, investment banks, legal counsels and issuers' jurisdictions*; http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capital-markets/assets/an_overview_of_ukrainian_ipos_eng.pdf; stan na dzień 15.01.2014 r.;

B. Wells, *Corporate Governance in Ukraine. Passing go*, Concorde Capital, Kiev 2011.

Anna GOLEC
Bartłomiej GABRIEL

CORPORATE GOVERNANCE STANDARDS AS A DETERMINANT OF FOREIGN IPO DESTINATION CHOICE. THE CASE OF UKRAINIAN COMPANIES

(Summary)

The aim of this paper is to identify the prevailing pattern of foreign IPO, recognize the main target markets and determine whether the standards of corporate governance can play an important role in the selection of capital market, on the example of Ukrainian companies that have put their shares to the organized trading abroad in 2005–2012.

Ukrainian debuts were always preceded by the reincorporation in third party countries because of restrictive laws on the foreign offers carried out from Ukraine and more efficient tax regulations abroad. Foreign IPOs were associated with the need to operate in an environment of significantly higher CG standards, common in the EU – countries.

An overview of Ukrainian companies' foreign IPO's has driven the authors to focus on two markets, comparable to each other during the period in terms of general characteristics (WSE and AIM). Most companies chose between WSE and AIM. In favour of WSE spoke: the size of the market, the possibility of placing volume as well as lower foreign IPO premium, which can be attributed to higher CG standards resulting from a wider range of regulations than the alternative market and the presence of a code of good practice. AIM attracted the companies with lower requirements for CG. The cost of raising capital on both markets remained at a similar level.

The short life of half of the Ukrainian issuers on AIM and the constant presence of the newcomers from the years 2005–2012 on the WSE and the results of the independent CG – rankings, confirmed the authors' hypothesis that the choice of the destination market with a higher standard of corporate governance was made by companies seriously thinking about their presence on the capital market further in the future. Therefore, it can be concluded that the higher CG standards on the WSE have played a positive role in the selection of debuting companies.

Keywords: foreign IPO, corporate governance, Ukraine

Agnieszka IGNYŚ*

JAKOŚĆ POLITYKI INFORMACYJNEJ POLSKICH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH W ŚWIELE BADAŃ

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, kodeksy dobrych praktyk, transparentność

1. Wprowadzenie

Pojęcie nadzoru korporacyjnego jest w ostatnim czasie przedmiotem szczególnego zainteresowania ze strony zarówno badaczy, jak i praktyków gospodarczych, ze względu na rosnącą rolę spółek akcyjnych. Stąd również wielość ujęć tego pojęcia, znajdujących wyraz w różnorodności definicji. Dla potrzeb tego opracowania zdefiniowano nadzór korporacyjny jako zestaw zasad dotyczących nadzoru nad przedsiębiorstwem oraz sposobów komunikowania tych zasad do otoczenia. Zasady nadzoru korporacyjnego mogą być w tym kontekście uważane za instytucjonalną próbę stworzenia ustrukturyzowanego dialogu między przedsiębiorstwami a ich udziałowcami i interesariuszami, mającego na celu wyjaśnienie strategicznych i operacyjnych celów przedsiębiorstwa oraz kluczowych czynników sukcesu wiodących do osiągnięcia tych celów¹.

Dostęp do pełnej i rzetelnej informacji o spółce jest bardzo ważnym zagadnieniem z punktu widzenia ochrony praw akcjonariuszy. Dzięki wiarygodnej informacji akcjonariusze mogą podejmować decyzje inwestycyjne oparte na rzetelnych przesłankach, przyczyniając się do harmonijnego rozwoju rynku

* Dr, Katedra Teorii Organizacji i Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: a.ignys@ue.poznan.pl

¹ E. Parum, *Does Disclosure on Corporate Governance Lead to Openess and Transparency in How Companies are Managed?*, *Corporate Governance: An International Review* 2005/13/5, s. 702–709.

kapitałowego. Zatem z punktu widzenia akcjonariuszy, dostęp do informacji jest realizacją ich prawa, opartego na własności akcji. Ponadto, w przypadku wysokiego rozproszenia własności, ujawnianie informacji służy zapewnieniu, że menedżerowie działają w najlepszym interesie akcjonariuszy. W przypadku wysoko skoncentrowanej własności, co ma miejsce także na polskim rynku kapitałowym, ujawnianie informacji służy ograniczaniu konfliktu interesów pomiędzy graczami wewnętrznymi, czyli kierownictwem i dominującymi akcjonariuszami, a interesariuszami zewnętrznymi, w tym przede wszystkim akcjonariuszami mniejszościowymi². Wnioski płynące z teorii agencji, a także badania empiryczne, wskazują, że stopień ujawniania informacji jest wyższy w spółkach o wyższym rozproszeniu własności³.

Dobrze zaplanowana polityka informacyjna, zapewniająca aktualnym i potencjalnym inwestorom dostęp do pełnej i rzetelnej informacji o spółce, wiąże się także z licznymi korzyściami dla przedsiębiorstwa. Jak wykazały badania, wyższa transparentność przekłada się na niższy koszt pozyskania kapitału w wyniku emisji akcji⁴, a także zwiększa postrzeganą wiarygodność firmy, przyczyniając się do niższego oprocentowania emitowanych przez firmę obligacji⁵. Badania wykazały również, że wyższy poziom transparentności raportu rocznego obniża koszt pozyskania kapitału giełdowego⁶. Zależności te są dobrze znane przedsiębiorstwom, co znajduje odzwierciedlenie w badaniach pokazujących, iż firmy ujawniają znacznie więcej informacji, gdy ubiegają się o finansowanie działalności⁷. Transparentność spółek akcyjnych przynosi zatem korzyści zarówno akcjonariuszom, jak i samym spółkom.

² **D.G. Barako, P. Hancock, H.Y. Izan**, *Factors influencing voluntary disclosure by Kenyan companies*, *Corporate Governance: An International Review* 2006/14, s. 107–125.

³ **C. Holm, F. Scholer**, *Reduction of asymmetric information through corporate governance mechanisms – the importance of ownership dispersion and exposure toward the international capital market*, *Corporate Governance: An International Review* 2010/18, s. 32–47.

⁴ **A.J. Richardson, M. Welker**, *Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital*, *Accounting, Organisations and Society* 2001/26, s. 597–616; **C.A. Botosan**, *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*, *The Accounting Review* 1997/72, s. 323–349.

⁵ **P. Sengupta**, *Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt*, *The Accounting Review* 1998/73, s. 459–474.

⁶ **C.A. Botosan, M.A. Plumlee**, *A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*, *Journal of Accounting Research* 2002/40, s. 21–40.

⁷ **M. Lang, R. Lundholm**, *Cross-sectional Determinants of Analysts' Ratings of Corporate Disclosures*, *Journal of Accounting Research* 1993/31, s. 246–271; **P.M. Clarkson, J.L. Kao, G.D. Richardson**, *Evidence that Management Discussion and Analysis (MD&A) is part of a Firm's Overall Disclosure Package*, *Contemporary Accounting Research* 1999/16,

Celem artykułu jest prezentacja wyników badań własnych dotyczących jakości rozwiązań w zakresie ładu korporacyjnego, stosowanych przez polskie spółki obecne na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Zaprezentowano wyłącznie część wyników, a mianowicie te dotyczące przestrzegania wybranych zasad dobrych praktyk GPW w Warszawie.

2. Polityka informacyjna spółek

Pod pojęciem polityki informacyjnej spółek należy rozumieć zasady rządzące ujawnianiem przez spółki informacji związanych z ich funkcjonowaniem. Polityka informacyjna spółek nie jest celem samym w sobie, ale służy jako metoda budowania zaufania między inwestorami (akcjonariuszami) a spółką. Zaufanie to oznacza, że inwestorzy są przekonani, iż menedżerowie spółek, zarządzający powierzonym im majątkiem akcjonariuszy, zarządzają nim w najlepszym interesie spółki i jej właścicieli⁸.

Kształtowanie polityki informacyjnej spółek giełdowych jest oparte w dużej mierze na wymogach prawnych. Do najważniejszych źródeł prawa w tym przedmiocie zaliczyć należy:

- Kodeks Spółek Handlowych (tekst jednolity – 19 kwietnia 2013 r.);
- Ustawę o Rachunkowości (tekst jednolity – 30 stycznia 2013 r.);
- Ustawę o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu (z dnia 8 marca 2013 r.);
- Ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. o funduszach inwestycyjnych oraz o nadzorze nad rynkiem finansowym;
- Ustawa z dnia 24 października 2012 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Ponadto ważną rolę odgrywają również akty prawne niższego szczebla, do których zaliczyć należy między innymi:

- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 8 sierpnia 2013 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum

s. 111–134; **H.J. Seppänen**, *Discretionary Disclosure and External Financing: evidence from a relationship financing environment*, Helsinki School of Economics and Business Administration Working Paper 2000, s. 168–182.

⁸ **H.V. Bauwhede**, **M. Willekens**, *Disclosure on Corporate Governance in the European Union*, *Corporate Governance: An International Review* 2008/16/2, s. 101–115.

- informacyjne sporządzone w związku z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym;
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 kwietnia 2012 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim;
 - Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 sierpnia 2010 r. w sprawie dokumentów załączanych do zawiadomień o zamiarze nabycia albo objęcia akcji lub praw z akcji towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub o zamiarze stania się podmiotem dominującym towarzystwa funduszy inwestycyjnych;
 - Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku;
 - Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 5 lutego 2010 r. w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze.

Innym ważnym źródłem regulacji w zakresie polityki informacyjnej spółek akcyjnych jest legislacja Unii Europejskiej. W tym obszarze podstawą regulacji jest tzw. Raport Wintera z listopada 2002 r. Określił on minimalne wymogi informacyjne spółek, które powinny ujawniać co najmniej następujące informacje⁹:

- organizacja walnego zgromadzenia akcjonariuszy;
- skład rady spółki (rady nadzorczej i zarządu) oraz charakterystyki poszczególnych członków;
- główni akcjonariusze oraz ich udział w kapitale spółki i w prawie głosu;
- związki pomiędzy członkami organów spółki a głównymi akcjonariuszami oraz wszelkie transakcje pomiędzy spółką i głównymi akcjonariuszami;
- transakcje z podmiotami powiązanymi;

⁹ **J. Winter**, *Report of the High-Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (Jaap Winter Report)*, November 2002; http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf; stan na dzień 10.01.2014 r.

- istnienie i zasady funkcjonowania systemów zarządzania ryzykiem;
- raport z przestrzegania krajowych zasad dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego.

Najważniejszym celem Raportu Wintera, a także następujących po nim rekomendacji Komisji Europejskiej, jest stymulowanie transparentności spółek na całym zintegrowanym rynku oraz uzyskanie optymalnego poziomu harmonizacji stosowanych rozwiązań, także w sferze kodeksów dobrych praktyk.

3. Ujawnianie informacji przez spółki w świetle zasad dobrych praktyk GPW

Innym ważnym źródłem regulacji dotyczących polityki informacyjnej spółek giełdowych są zasady dobrych praktyk. Aktualnie obowiązujące na polskiej giełdzie zasady są przedstawione w dokumencie zatytułowanym *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, obowiązującym od 1 stycznia 2013 r.¹⁰. Dokument składa się z czterech części, w sumie przedstawiając 34 zasady. Przyjmując do analizy tylko te dotyczące polityki informacyjnej spółek, zawarte w dziale I, zatytułowanym *Rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdowych*, wymienić należy następujące zasady:

1. Spółka powinna prowadzić przejrzystą i efektywną politykę informacyjną, zarówno z wykorzystaniem tradycyjnych metod, jak i z użyciem nowoczesnych technologii oraz najnowszych narzędzi komunikacji, zapewniających szybkość, bezpieczeństwo oraz efektywny dostęp do informacji. Korzystając w jak najszerszym stopniu z tych metod, Spółka powinna w szczególności:
 - prowadzić swoją stronę internetową, o zakresie i sposobie prezentacji wzorowanym na modelowym serwisie relacji inwestorskich, dostępnym pod adresem: <http://naszmodel.gpw.pl/>;
 - zapewnić odpowiednią komunikację z inwestorami i analitykami, wykorzystując w tym celu również nowoczesne metody komunikacji internetowej.
10. Jeżeli spółka wspiera różne formy ekspresji artystycznej i kulturalnej, działalność sportową albo działalność w zakresie edukacji lub nauki i postrzega

¹⁰ *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, www.corp-gov.gpw.pl; stan na dzień 10.01.2014 r.

swoją aktywność w tym zakresie jako element swojej misji biznesowej i strategii rozwoju, mający wpływ na innowacyjność przedsiębiorstwa i jego konkurencyjność, dobrą praktyką jest publikowanie, w sposób przyjęty przez spółkę, zasad prowadzenia przez nią działalności w tym zakresie.

11. Przejawem dbałości spółki giełdowej o należytą jakość ładu informacyjnego jest zajmowanie przez nią, w formie komunikatu zamieszczanego na swojej stronie internetowej, stanowiska – chyba że spółka uzna inne działanie za bardziej właściwe – w sytuacji, gdy dotyczące spółki:
 - publicznie przekazane informacje są od początku nieprawdziwe, częściowo nieprawdziwe, albo stały się takimi później,
 - publicznie wygłoszone opinie są od początku, albo w wyniku późniejszych okoliczności, nieoparte na istotnych przesłankach o obiektywnym charakterze.

W dziale II, poświęconym dobrym praktykom realizowanym przez zarządy spółek, polityki informacyjnej dotyczą następujące zasady:

1. Spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej, oprócz informacji wymaganych przez przepisy prawa:
 - 1) podstawowe dokumenty korporacyjne, w szczególności statut i regulaminy organów spółki;
 - 2) życiorysy zawodowe członków organów spółki;
 - 2a) corocznie, w czwartym kwartale – informację o udziale kobiet i mężczyzn odpowiednio w zarządzie i w radzie nadzorczej spółki w okresie ostatnich dwóch lat;
 - 3) raporty bieżące i okresowe;
 - 4) (uchylony);
 - 5) w przypadku, gdy wyboru członków organu spółki dokonuje walne zgromadzenie – udostępnione spółce uzasadnienia kandydatur zgłaszanych do zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami zawodowymi, w terminie umożliwiającym zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały z należyтым rozeznaniem;
 - 6) roczne sprawozdania z działalności rady nadzorczej, z uwzględnieniem pracy jej komitetów, wraz z przekazaną przez radę nadzorczą oceną systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki;

- 7) pytania akcjonariuszy dotyczące spraw objętych porządkiem obrad, zadawane przed i w trakcie walnego zgromadzenia, wraz z odpowiedziami na zadawane pytania;
 - 8) informację na temat powodów odwołania zgromadzenia, zmiany terminu lub porządku obrad wraz z uzasadnieniem;
 - 9) informację o przerwie w obradach walnego zgromadzenia i powodach zarządzenia przerwy;
 - 9a) zapis przebiegu obrad walnego zgromadzenia, w formie audio lub video;
 - 10) informację na temat zdarzeń korporacyjnych, takich jak wypłata dywidendy, oraz innych zdarzeń skutkujących nabyciem lub ograniczeniem praw po stronie akcjonariusza, z uwzględnieniem terminów oraz zasad przeprowadzania tych operacji. Informacje te powinny być zamieszczane w terminie umożliwiającym podjęcie przez inwestorów decyzji inwestycyjnych;
 - 11) powzięte przez zarząd, na podstawie oświadczenia członka rady nadzorczej, informacje o powiązaniach członka rady nadzorczej z akcjonariuszem dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki;
 - 12) w przypadku wprowadzenia w spółce programu motywacyjnego opartego na akcjach lub podobnych instrumentach – informację na temat prognozowanych kosztów, jakie poniesie spółka w związku z jego wprowadzeniem;
 - 13) oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, zamieszczone w ostatnim opublikowanym raporcie rocznym, a także raport, o którym mowa w § 29 ust. 5 Regulaminu Giełdy – o ile został opublikowany;
 - 14) informację o treści obowiązującej w spółce reguły dotyczącej zmieniania podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych lub informację o braku takiej reguły.
2. Spółka zapewnia funkcjonowanie swojej strony internetowej również w języku angielskim, przynajmniej w zakresie wskazanym w części II pkt 1.
- Część trzecia dokumentu, zajmująca się dobrymi praktykami stosowanymi przez członków rad nadzorczych, nie zawiera zasad związanych z ujawnianiem informacji przez spółki. Natomiast w części IV, zatytułowanej *Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy*, polityki informacyjnej spółek dotyczą następujące zasady:

1. Przedstawicielom mediów powinno się umożliwiać obecność na walnych zgromadzeniach.
10. Spółka powinna zapewnić akcjonariuszom możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, polegającego na:
 - 1) transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym;
 - 2) dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad.

4. Przestrzeganie zasad dobrych praktyk przez spółki obecne w obrocie publicznym

Badania dotyczące ładu korporacyjnego w spółkach giełdowych obecnych na GPW w Warszawie przeprowadzono w okresie od czerwca do września 2013 r. Badanie objęło wszystkie spółki obecne na GPW w dniu 1 stycznia 2013 r. Informacje gromadzono na podstawie dokumentów publikowanych przez spółki w domenie publicznej, w ramach relacji inwestorskich. Głównym źródłem informacji w zakresie przestrzegania dobrych praktyk były raporty roczne spółek, w ramach których spółki są obowiązane publikować informacje o stosowaniu zasad dobrych praktyk. Obowiązek ten jest przez spółki realizowany albo w formie oddzielnego dokumentu, albo jako jeden z elementów sprawozdania zarządu.

Próba badawcza objęła 354 spółki z ogólnej sumy 409 obecnych na giełdzie w dniu 1 stycznia 2013 r. Z próby badawczej odrzucono 42 spółki zagraniczne oraz 12 spółek pozostających w tym czasie w procesie upadłości. Przyczyną odrzucenia spółek zagranicznych był przede wszystkim częsty brak rady nadzorczej, ale także inne różnice w wewnętrznej konstrukcji ładu korporacyjnego, wynikające z odmiennych przepisów prawa obowiązujących w kraju pochodzenia spółki. Powodem odrzucenia spółek w procesie upadłości było założenie, że w sytuacji głębokiego kryzysu spółki, jej wewnętrzne rozwiązania w zakresie ładu korporacyjnego mogą być na tyle nietypowe, że zakłócą wyniki dla całej grupy. Ponadto w okresie pomiędzy 1 stycznia 2013 r. a momentem zakończenia badań, jedna spółka wycofała się z obrotu giełdowego.

Badanie dotyczyło wielu obszarów ładu korporacyjnego, jednakże dla potrzeb tego opracowania przedstawione zostaną wyniki dotyczące przestrzegania wybranych regulacji związanych z polityką informacyjną spółek. Poniższa tabela obrazuje stosowanie wybranych zasad dobrych praktyk, dotyczących polityki informacyjnej spółek, w próbie badawczej. W kolumnie pierwszej wymieniono zasady ładu korporacyjnego dotyczące polityki informacyjnej. W kolumnie drugiej zawarto ilość przedsiębiorstw zgłaszających niespełnianie danej zasady dobrych praktyk, natomiast w kolumnie trzeciej zaznaczono odsetek przedsiębiorstw stosujących daną zasadę.

TABELA 1: *Przestrzeganie wybranych zasad dobrych praktyk GPW w Warszawie*

Numer zasady dobrych praktyk	Ilość przedsiębiorstw zgłaszających niestosowanie zasady	Odsetek przedsiębiorstw stosujących zasadę
I 1	107	69,77%
I 10	8	97,74%
I 11	4	98,87%
II 1.1	21	94,07%
II 1.2	8	97,74%
II 1.2a	19	94,63%
II 1.3	0	100,00%
II 1.5	26	92,66%
II 1.6	46	87,01%
II 1.7	64	81,92%
II 1.8	2	99,44%
II 1.9	1	99,71%
II 1.9a	58	83,62%
II 1.10	4	98,87%
II 1.11	28	92,09%
II 1.12	4	98,87%
II 1.13	3	99,15%
II 1.14	35	90,11%
II 2	117	66,95%
IV 1	26	92,66%
IV 10	136	61,58%

Źródło: badania własne.

W wyniku przeprowadzonych badań można stwierdzić występowanie trzech grup zasad – tych często niespełnianych (ponad 100 wskazań), tych relatywnie często niespełnianych (wskazania 20–100) i tych sporadycznie

niespełnianych. Do pierwszej grupy należą trzy zasady: I 1, II 2 oraz IV 10. W grupie drugiej znajduje się 9 zasad, a w grupie trzeciej – pozostałe 9. Z punktu widzenia analizy jakości nadzoru korporacyjnego, szczególnie ważne są trzy najczęściej niespełniane zasady, a zwłaszcza przyczyny ich nieprzestrzegania podawane przez spółki. W odniesieniu do zasady I 1, spółki najczęściej deklarowały zbyt wysokie koszty wprowadzenia postulowanych rozwiązań jako przyczynę niestosowania tej zasady, zwłaszcza w odniesieniu do drugiego podpunktu, to jest zapewnienia komunikacji internetowej z inwestorami i analitykami. W odniesieniu do zasady II 2, postulującej prezentację danych wyszczególnionych w zasadzie II 1 również w języku angielskim, podstawową przyczyną niespełniania tej zasady było niespełnianie jednego lub kilku z wymogów z punktu II 1. Niepublikowanie bowiem jakiejś informacji w ogóle uniemożliwia jednocześnie jej opublikowanie w języku angielskim. Niektóre spółki wskazywały również na zbyt wysokie koszty tłumaczenia wszystkich dokumentów spółki na język angielski. Pojawiły się także wyjaśnienia opierające się na konstatacji, iż spółka nie posiada inwestorów zagranicznych, stąd publikowanie informacji po angielsku jest niecelowe. Najczęściej nierealizowaną zasadą jest IV 10, zakładająca transmisję obrad z walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym oraz możliwość uczestniczenia w nim na odległość z możliwością dwustronnej komunikacji. Spółki najczęściej tłumaczyły nieprzestrzeganie tej zasady brakiem możliwości technicznych, zbyt wysokimi kosztami lub brakiem zainteresowania ze strony akcjonariuszy tą formą uczestnictwa w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Ponadto forma ta budzi wśród niektórych spółek wątpliwości co do bezpieczeństwa transferu danych.

5. Podsumowanie

Wzrost standardów transparentności i wymogów w zakresie polityki informacyjnej wobec spółek akcyjnych jest zauważalny zwłaszcza od kryzysu roku 2008. Dotyczy to w głównej mierze raportów finansowych, ale także inne obszary nadzoru korporacyjnego są poddawane coraz wyższym wymaganiom ze strony organów regulacyjnych oraz kodeksów dobrych praktyk. Jest to spowodowane także takimi czynnikami jak: szybki rozwój technologiczny, pozwalający na szerokie wykorzystanie Internetu do prowadzenia polityki informacyjnej; rozwój organizacji sieciowych oraz globalizacja rynków fi-

nansowych, przyczyniające się do globalizacji wymogów informacyjnych¹¹. W najbliższej przyszłości należy spodziewać się dalszego wzrostu tych wymagań wobec spółek obecnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w dużej mierze ze względu na rosnącą aktywność inwestorów instytucjonalnych.

Bibliografia

Opracowania:

- Barako D.G., Hancock P., Izan H.Y.**, *Factors influencing voluntary disclosure by Kenyan companies*, *Corporate Governance: An International Review* 2006/14.
- Bauwhede H.V., Willekens M.**, *Disclosure on Corporate Governance in the European Union*, *Corporate Governance: An International Review* 2008/16/2.
- Botosan C.A.**, *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*, *The Accounting Review* 1997/72.
- Botosan C.A., Plumlee M.A.**, *A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital*, *Journal of Accounting Research* 2002/40.
- Clarkson P.M., Kao J.L., Richardson G.D.**, *Evidence that Management Discussion and Analysis (MD&A) is part of a Firm's Overall Disclosure Package*, *Contemporary Accounting Research* 1999/16.
- Healy P.M., Palepu K.G.**, *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics* 2001/31.
- Holm C., Scholer F.**, *Reduction of asymmetric information through corporate governance mechanisms – the importance of ownership dispersion and exposure toward the international capital market*, *Corporate Governance: An International Review* 2010/18.
- Lang M., Lundholm R.**, *Cross-sectional Determinants of Analysts' Ratings of Corporate Disclosures*, *Journal of Accounting Research* 1993/31.
- Parum E.**, *Does Disclosure on Corporate Governance Lead to Openness and Transparency in How Companies are Managed?*, *Corporate Governance: An International Review* 2005/13/5.
- Richardson A.J., Welker M.**, *Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital*, *Accounting, Organisations and Society* 2001/26.
- Sengupta P.**, *Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt*, *The Accounting Review* 1998/73.
- Seppänen H.J.**, *Discretionary Disclosure and External Financing: evidence from a relationship financing environment*, Helsinki School of Economics and Business Administration Working Paper 2000.

¹¹ **P.M. Healy, K.G. Palepu**, *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics* 2001/31, s. 405–440.

Strony internetowe:

Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, www.corp-gov.gpw.pl; stan na dzień 10.01.2014 r. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf; stan na dzień 10.01.2014 r.

Winter J., *Report of the High-Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (Jaap Winter Report)*, November 2002. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf; stan na dzień 10.01.2014 r.

Agnieszka IGNYŚ

**THE QUALITY OF INFORMATION POLICY OF POLISH STOCK COMPANIES
IN THE LIGHT OF RESEARCH**

(Summary)

The article focuses on the issue of information policy. On the basis of empirical research conducted on a full sample of companies listed on the Warsaw Stock Exchange it examines the extent to which Polish stock companies comply with principles of best practice regarding disclosure. Out of the 21 principles relevant to the subject, only three are often not complied to.

Keywords: corporate governance, codes of best practice, transparency

Emilia KLEPCZAREK*

SYSTEM WYNAGRADZANIA MENEDŻERÓW JAKO KLUCZOWY CZYNNIK DETERMINUJĄCY POLITYKĘ ZARZĄDZANIA RYZYKIEM BANKU. STUDIUM PRZYPADKU LEHMAN BROTHERS HOLDING

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, Lehman Brothers, kryzys finansowy, wynagrodzenie menadżerów, zarządzanie ryzykiem, akcje uwarunkowane

1. Wprowadzenie

Skandale korporacyjne z początku XXI wieku zapoczątkowały ożywione dyskusje nad standardami nadzoru korporacyjnego, zarówno wśród przedstawicieli środowisk akademickich, jak i biznesowych. Na ich podstawie opracowane zostały liczne postulaty i zalecenia, formułowane najczęściej w postaci kodeksów dobrych praktyk, których wprowadzenie, w zamierzeniu autorów, łagodzić miało konflikty agencyjne i zapobiegać oportunistycznym zachowaniom kadry zarządzającej.

Ogłoszenie upadku przez jeden z największych banków inwestycyjnych Stanów Zjednoczonych w drugiej połowie 2007 roku obnażyło jednak niedostatki wprowadzonych regulacji i wymusiło niejako konieczność ponownego zrewidowania poprawności założeń dotyczących mechanizmów *corporate governance*. Okazało się bowiem, że specyfika działalności prowadzonej przez podmioty sektora bankowego wymaga szczegółowej analizy specyficznych problemów, wynikających z teorii agencji, charakterystycznych tylko dla instytucji finansowych. Implikują one potrzebę wprowadzenia dodatkowych elementów, warunkujących racjonalne decyzje w obszarze ryzyka, i zorien-

* Doktorantka w Katedrze Ekonomii Instytucjonalnej, Uniwersytet Łódzki; e-mail: emilia.klepczarek@gmail.com

towanie działań na cele długookresowe. Za kluczową z punktu widzenia zarządzania ryzykiem banku oraz zapewnienia mu stabilności w długim okresie uznać należy kwestię wynagradzania menedżerów.

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie najistotniejszych aspektów dotyczących systemów wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym, w oparciu o analizę przypadku holdingu Lehman Brothers. Na wstępie scharakteryzowane zostaną problemy agencyjne, występujące w instytucjach finansowych. W dalszej kolejności autorka wymieni ogólne założenia i cele polityki płacowej, przyjęte przez Komitet ds. Wynagrodzeń analizowanego banku. Ostatecznie natomiast postara się dowieść, że faktycznie obowiązujące w omawianym podmiocie praktyki nie spełniały wymienionych założeń i wydatnie przyczyniły się do podejmowania niewłaściwych decyzji w obszarze ryzyka, narażając bank i jego interesariuszy na dotkliwe straty w przypadku zaistnienia niekorzystnych okoliczności rynkowych. Na zakończenie, po przedstawieniu proponowanych zmian w obszarze systemów wynagradzania menadżerów, sformułowane zostaną wnioski dotyczące postulowanych kierunków działań zorientowanych na poprawę stabilności instytucji finansowych.

2. Problemy agencyjne w podmiotach sektora bankowego

Problematyka wynagradzania kadry kierowniczej w instytucjach sektora finansowego stanowi przedmiot wielu opracowań i analiz. Wskazuje się w nich często na pewne ograniczenia, wynikające ze standardowego ujmowania teorii agencji, której interpretacja w przypadku banków nie sprowadza się jedynie do konfliktu interesów właścicieli (akcjonariuszy) z wynajętym przez nich agentem (kierownictwem spółki)¹. W sektorze finansowym problemy agencyjne dotyczą również innych grup interesariuszy, dlatego zasady nadzoru muszą być tak skonstruowane, aby chroniły również kredytobiorców, deponentów oraz spełniały wymogi nadzorców zewnętrznych. Zewnętrzny nadzór i kontrola sprawowane są przez instytucje państwowe, występujące jako jedno z ogniw w tej zmodyfikowanej teorii agencji. Działają one w ochronie interesu publicznego, a w szczególności interesu klientów korzystających z usług banku. Organy rządowe stają się tym samym agentem, wynajętym przez obywateli

¹ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 1976/3/4, s. 305–360.

do dbałości o kapitał powierzony przez nich podmiotom sektora finansowego. Co więcej, stosunek pryncypał – agent zdefiniować można również pomiędzy deponentami, klientami i kontrahentami banku a menedżerami wynajętymi do właściwego gospodarowania zdeponowanym w banku majątkiem.

Ujęcie nadzoru korporacyjnego i teorii agencji w szerszej perspektywie pozwala domniemywać, że również zasady polityki wynagradzania menedżerów dedykowane podmiotom spoza sektora finansowego mogą niewystarczająco skutecznie regulować obszar systemów płacowych kierownictwa banków. Często podkreśla się, że polityka wynagrodzeń, koncentrująca się na powiązaniu interesów zwykłych akcjonariuszy i menedżerów, w tym przypadku niedostatecznie zapobiega zachowaniom określanym mianem pokusy nadużycia. Wynika to z tego, że właściciele zwykłych akcji nie mają motywacji do uwzględniania strat, jakie, na skutek nadmiernie ryzykownych działań, dotknąć mogą posiadaczy akcji uprzywilejowanych, nabywców obligacji lub innych instrumentów finansowych, deponentów, podatników (będących w rzeczywistości poręczycielami gwarancji rządowych) oraz inne podmioty gospodarcze². Badania dowodzą, że postulowane reformy nadzoru korporacyjnego, obejmujące obszar wynagradzania menedżerów – takie jak głosowanie akcjonariuszy nad uposażeniami kadry zarządzającej, konieczność zaakceptowania polityki płacowej przez komitet składający się z niezależnych dyrektorów czy też wypłacanie znaczącej części premii w postaci akcji uwarunkowanych – w przypadku banków nie rozwiązują problemu nieracjonalnego zarządzania ryzykiem przez kadre kierowniczą³.

Uwagę zwraca jeszcze jeden aspekt systemów wynagrodzeń w instytucjach finansowych. Warto przeanalizować, co w rzeczywistości stanowi wyznacznik skuteczności działań menedżerów i w oparciu o jakie kryteria ocenia się ich osiągnięcia i przyznaje premie. Otóż okazuje się, że – szczególnie w przypadku banków inwestycyjnych – wynagrodzenie menedżerów powiązane jest ściśle z wynikiem operacji przyjmujących *de facto* formę wysoko lewarowanych zakładów, w których stawką są aktywa banku⁴. W tej sytuacji warunkiem skutecznego działania, a więc również odpowiednich bonusów płacowych, staje

² L.A. Bebchuk, H. Spamann, *Regulating Bankers' Pay*, Discussion Paper No. 641, Harvard Law School, Cambridge 2010, s. 2–3.

³ *Ibidem*, s. 5.

⁴ *Ibidem*, s. 1.

się zawieranie transakcji obarczonych wysokim poziomem ryzyka, dających możliwość wysokich zwrotów z kapitału.

Niektóre opracowania podnoszą dodatkowo problem wewnętrznego konfliktu agencyjnego, definiując relację pryncypał – agent w obrębie stanowisk zajmowanych przez kierownictwo najwyższego szczebla pracowników zajmujących się tradingiem, inwestycjami lub sprzedażą kredytów⁵. Dla potrzeb tego rodzaju analizy, pracownicy (w ramach tej teorii występujący w roli agentów) podzieleni są na lepszych (*high type*) i gorszych (*low type*). Przełożony (pryncypał) uzyskuje większe korzyści z kontraktu zawartego z lepszym agentem, gdyż jest on w stanie generować wyższe zyski przy niższych kosztach. Wewnętrzny konflikt agencyjny oraz związane z nim problemy dotyczące podejmowanego przez pracowników ryzyka powstają na skutek między innymi asymetrii informacji. Zwierzchnicy nie znają możliwości generowania zysków przez zatrudnianych przez siebie podwładnych, a próbując przyciągnąć najlepszych, oferują im konkurencyjne stawki wynagrodzeń⁶. Powstaje wówczas sytuacja, w której gorsi pracownicy, chcąc wynegocjować lepsze warunki płacowe, udają lepszych, co niejako wymusza na przełożonych podwyższanie komponentu premiowego w ogólnym wynagrodzeniu. Jest to skuteczna metoda rzeczywistego rozpoznania i nagrodzenia efektywności pracownika, która pozwala zmniejszyć tzw. rentę informacyjną⁷ uzyskiwaną przez agentów *low type*. Jednocześnie takie działania przyczyniają się jednak do wzrostu konkurencji wewnętrznej i podejmowania nadmiernego ryzyka, zarówno z punktu widzenia strategii banku, jak i potencjalnych kosztów społecznych niewłaściwych decyzji operacyjnych.

Wskazuje się również na trzy inne obszary asymetrii w zakresie problematyki wynagrodzeń pracowników banku⁸. Pierwszym z nich jest asymetria potencjalnych pozytywnych i negatywnych konsekwencji przeprowadzanych

⁵ **G.L. Clementi, T.F. Cooley, M. Richardson, I. Walter**, *Rethinking compensation in financial firms*, [w:] **V. Acharya, M. Richardson**, *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2009, s. 189–214.

⁶ **C.E. Bannier, E. Feess, N. Packham**, *Competition, Bonuses, and Risk-taking in the Banking Industry*, *Review of Finance Advance Access* 2012/27, s. 2–3.

⁷ Efekt redystrybucji informacji, dzięki któremu agenci gorsi mogą stawiać większe wymagania płacowe, podając się za agentów lepszych (pryncypał nie posiada pełnej wiedzy dotyczącej możliwości generowania dochodu przez zatrudnianego przez siebie pracownika).

⁸ **K. Sharma**, *Financial sector compensation and excess risk-taking – a consideration of the issues and policy lessons*, *DESA Working Paper* 2012/115, s. 2.

transakcji. Przedstawiona w dalszej części artykułu analiza dowiedzie między innymi, że podczas gdy potencjalne zyski są teoretycznie nieograniczone, potencjalne straty wynoszą co najwyżej zero – a zatem następstwem błędnych decyzji jest w najgorszym przypadku brak premii za zysk. Po drugie, obserwuje się zachwianie właściwych relacji w nagradzaniu realizowania celów długo- i krótkookresowych. Standardowe systemy wynagrodzeń pracowników zajmujących się udzielaniem kredytów, tradingiem czy inwestycjami premiują wyniki krótkookresowe, nawet jeśli prawdopodobieństwo ich negatywnych konsekwencji w długim okresie jest znaczące. Trzecim zagadnieniem związanym z brakiem stosownych proporcji w obszarze polityki płacowej jest struktura wynagrodzeń kadry zarządzającej, których zasadniczym składnikiem stały się opcje na akcje. Taka konstrukcja płac sprawia, że najistotniejszym z punktu widzenia kadry kierowniczej elementem jest krótkookresowa rentowność bezpośrednio wpływająca na cenę akcji. Ponownie zatem środek ciężkości przesuwają się od realizacji długookresowej strategii stabilnego rozwoju i wzrostu do generowania możliwie najwyższych zysków w krótkim okresie, przy marginalizowaniu wynikających z tego rodzaju działań zagrożeń.

Wymienione powyżej specyficzne uwarunkowania, w jakich funkcjonują podmioty sektora bankowego, powinny znaleźć odzwierciedlenie w odpowiedniej konstrukcji programów wynagrodzeń menedżerów. Doświadczenia kryzysu *subprime* dowiodły jednak istnienia kilku zasadniczych słabości systemów motywacyjnych stosowanych w instytucjach finansowych. Wymienia się wśród nich bardzo wysokie premie, które w rzeczywistości zwiększały skłonność do ryzyka, zamiast motywować do optymalizacji jego poziomu⁹. Kolejną pułapką stanowił mechanizm uzależniania liczby akcji, przyznawanych w ramach wynagrodzenia, od bieżącego zysku spółki. Choć tego rodzaju model uwzględniał długoterminowe odroczenie ewentualnych profitów, to tkwiący w nim potencjał osłabiało znacznie założenie, że liczba akcji otrzymanych przez menedżera zależała od wyników ostatniego roku. Istotną wadą stosowanych rozwiązań był również brak sankcji za błędne decyzje oraz czynniki behawioralne, takie jak niski poziom etyki przedstawicieli kadry kierowniczej

⁹ P. Masiukiewicz, *Hazard moralny a systemy motywacji w bankowości*, Prakseologia 2011/151, s. 179.

czy ewolucja funkcji wynagrodzeń, które z środka służącego osiągnięciu celów stały się celem samym w sobie¹⁰.

Reasumując, przedstawione powyżej rozważania wyraźnie wskazują na kluczowe znaczenie konstrukcji systemów płacowych dla stabilności podmiotów sektora finansowego. Dowodzą również konieczności sformułowania dodatkowych postulatów w tym obszarze, uwzględniających specyfikę funkcjonowania banków i występowanie w nich dodatkowych konfliktów interesów i asymetrii informacji, które negatywnie wpływają na zarządzanie ryzykiem i generują tzw. pokusę nadużycia. Konstrukcja systemów wynagradzania instytucji finansowych musi nie tylko skutecznie powiązać cele kadry kierowniczej i posiadaczy akcji, powinna dodatkowo uwzględniać pozostałych interesariuszy banku, a także koszty społeczne i wieloaspektowość ewentualnych negatywnych następstw nadmiernie ryzykownych działań kadry kierowniczej i pracowników banku.

3. Założenia polityki płacowej banku Lehman Brothers

Sprawozdanie z działalności spółki Lehman Brothers za rok 2007 podkreśla trzy podstawowe zasady, w oparciu o które konstruowane miały być programy motywujące pracowników do działań w kierunku poprawiania wyników banku¹¹. Polegały one na:

- opracowaniu programów płacowych – opartych na wynikach powiązanych z celami rocznymi i długookresowymi spółki, oddziału oraz wynagradzanych osób – które dają możliwość pogodzenia interesów pracowników i akcjonariuszy;
- wypłacaniu znacznej części całkowitego wynagrodzenia w postaci nagród opartych na własności, co dodatkowo utożsamiać miało interes pracowników z interesem akcjonariuszy i zachęcało do strategicznych, ostrożnych decyzji, mających na uwadze długookresowe cele i właściwe zarządzanie ryzykiem;
- zapewnianiu możliwości płacowych porównywalnych do konkurencji,

¹⁰ J. Sikora, *Motywacje, wydajność i jakość pracy oraz płaca jako kategorie socjologii gospodarowania*, [w:] E. Kośmicki, W.L. Janik (red.), *Socjologia gospodarowania*, Akad. Rol. w Poznaniu, Poznań 1995, s. 60; cyt. za: P. Masiukiewicz, *Hazard...*, s. 180.

¹¹ Lehman Brothers, *Proxy Statement*, March 5, 2008, s. 17–21.

aby spółka mogła przyciągnąć, zatrzymać i odpowiednio motywować utalentowanych pracowników, niezbędnych do osiągnięcia sukcesu w perspektywie długoterminowej.

Jak widać, modelowe reguły podkreślają *explicite* powiązanie wysokości płac z celami realizowanymi w długim okresie. Jednak system wynagradzania w Lehman Brothers, choć w założeniu miał uwzględniać powyższe zasady, w praktyce w większym stopniu stymulował do działań zorientowanych na maksymalizację krótkookresowego zysku i pozwalał na wyraźny rozdział interesów pracowników i akcjonariuszy spółki.

Problematyka nominalnego poziomu wynagrodzeń nie będzie w dalszej części szerzej omawiana. Należy założyć, że tę kwestię reguluje w znacznej mierze otoczenie konkurencyjne, wymuszając pewien poziom płac, pozwalający na przyciągnięcie i utrzymanie wysoko wykwalifikowanej kadry. Jest to szczególnie istotne w sektorze bankowości inwestycyjnej, gdzie wysokość zysku jest ściśle skorelowana z umiejętnościami pracowników dokonujących transakcji inwestycyjnych. Zakłada się zwykle, że wydatki na wynagrodzenia w tej branży wynoszą przeciętnie ok. 45–50% przychodów netto. W roku 2007 niektóre banki przeznaczyły na wynagrodzenia aż 60% przychodów, natomiast w Lehman Brothers relacja ta wyniosła 49,3%, co pozwala stwierdzić, że koszty wynagrodzeń były na średnim poziomie w tym sektorze¹². Jeśli jednak przeanalizuje się dane z tab. 1, w której zestawiono wysokość całkowitego honorarium wypłaconego najważniejszym menedżerom w 2007 roku w poszczególnych bankach konkurujących z Lehman Brothers, można postawić tezę, że poziom wynagrodzeń *top managementu* w omawianym banku był zdecydowanie wyższy niż średnia płac w otoczeniu konkurencyjnym.

TABELA 1: *Całkowite wynagrodzenie wypłacone w 2007 roku menedżerom najwyższego szczebla w wybranych podmiotach sektora bankowego*

Bank	Nazwisko i funkcja	Wynagrodzenie (w USD)	w tym stała pensja (w USD / proc.)
Lehman Brothers	Richard Fuld przewodniczący rady i CEO	34,4 mln	750 000 / 2,2%
Bank of America	Kenneth D. Lewis przewodniczący rady i CEO	24,8 mln	1,5 mln / 6%

¹² United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549 Schedule 14a Proxy Statement Pursuant To Section 14(A) Of The Securities Exchange Act Of 1934, Lehman Brothers Holding Inc, March 2008, s. 20.

Bank	Nazwisko i funkcja	Wynagrodzenie (w USD)	w tym stała pensja (w USD / proc.)
Citigroup	Gary Crittenden CFO	19,4 mln	403 410 / 2,1%
Goldman Sachs	Lloyd C. Blankfein przewodniczący rady i CEO	70,3 mln	600 000 / 0,8%
JP Morgan Chase	James Dimon przewodniczący rady i CEO	27,8 mln	1 mln / 3,6%
Merrill Lynch	Gregory J. Fleming Prezes i COO	27,4 mln	350 000 / 1,3%
Morgan Stanley	Colm Kelleher CFO	21 mln	339 603 / 1,6%
Wells Fargo	Richard M. Kovacevich przewodniczący rady	22,9 mln	995 000 / 4,3%

Źródło: oprac. własne na podst.: <http://money.cnn.com/news/specials/storysupplement/ceopay/>; stan na dzień 19.02.2014 r.; http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000104746908002261/a2183244zdef14a.htm#ce76801_compensation_of_directors; stan na dzień 19.02.2014 r.

Powyższa tabela pozwala również zauważyć, że relacja stałego elementu wynagrodzenia do elementów zmiennych, uzależnionych od wyników, była na średnim branżowym poziomie. A zatem, przyczyn nierozważnych decyzji biznesowych szukać należy raczej w samej konstrukcji tej części honorarium, która pełnić miała rolę motywacyjną. Można również spojrzeć na ten problem z innej strony. Otóż wszystkie zestawione w tab. 1 banki ubiegały się o pomoc w ramach rządowego programu wsparcia *Troubled Asset Relief Program* (TARP), na mocy którego Skarb Państwa skupował od nich niepłynne aktywa. Można więc stwierdzić, że w każdym z wymienionych podmiotów podejmowano błędne decyzje w zakresie zarządzania ryzykiem, do których przyczynić się mogły wadliwie skonstruowane programy płacowe. Dlatego też, na tym etapie rozważań, nie da się jednoznacznie określić adekwatności relacji stałych i zmiennych części wypłacanych menedżerom wynagrodzeń.

W sprawozdaniu z działalności spółki za 2007 rok podkreślono dokonane w tym okresie modyfikacje w zmiennych elementach wynagrodzenia kierownictwa. W poprzednich latach na honorarium składały się: pensja podstawowa oraz dodatki motywujące, które, chociaż przyznawane na początku roku podatkowego, powiązane były ściśle z przyszłymi wynikami. Należały do nich

tw. *Performance Stock Units*¹³, opcje na akcje oraz oparte na wynikach granty w postaci *Restricted Stock Units* (tw. akcje uwarunkowane)¹⁴. Wszystkie wymienione instrumenty należy wziąć pod uwagę wyliczając wysokość wynagrodzenia kadry menedżerskiej w 2007 roku, jako że część z przyznanych wcześniej pakietów akcji została wypłacona lub zaczęła być zbywalna dopiero w analizowanym okresie.

W roku 2007 w spółce zmieniono system płacowy na bardziej uproszczony, składający się z dwóch elementów – wynagrodzenia podstawowego i rocznego dodatku motywacyjnego, będącego kombinacją premii gotówkowej i przydziału akcji. Istotną zmianą, w porównaniu do poprzedniego systemu, był moment ustalania wysokości i relacji tych komponentów, który określono na dzień pierwszego posiedzenia Komitetu ds. Wynagrodzeń po zakończeniu roku podatkowego, za który ustalana była wysokość uposażeń. Wartość pakietów motywacyjnych uzależniona była od wyników spółki i poszczególnych menedżerów w roku poprzednim, chęci zwiększenia motywacji i związania danego menedżera ze spółką, wysokości premii przyznanych pozostałym kierownikom, ilości akcji będących w posiadaniu określonego menedżera, trendów w kodeksach dobrych praktyk w zakresie wynagrodzeń, a także od ogólnej sytuacji na rynku. Komitet ds. Wynagrodzeń ustalił formułę, zgodnie z którą wyliczono wartość maksymalną pakietów motywacyjnych dla poszczególnych menedżerów¹⁵. Formuła oparta była na procencie od zysku brutto spółki – procent ten zmniejszał się w miarę wzrostu zysku do poziomu 5,3 mld USD (dla zysku brutto przekraczającego tę wartość był stały). A zatem tylko w przypadku wystąpienia straty menedżerowie nie otrzymywali dodatków motywacyjnych do stałej części wynagrodzenia.

Warto jeszcze przyjrzeć się kryteriom, na podstawie których Komitet ds. Wynagrodzeń dokonywał oceny wyników poszczególnych przedstawicieli kadry kierowniczej. Na początku roku 2007 Richard Fuld i Joseph Gregory (prezes i COO) wytyczyli każdemu menedżerowi cele, których stopień realizacji determinował wysokość pakietu motywacyjnego. Wśród tych celów znalazły się między innymi: rozbudowa międzynarodowej sieci franczyzy,

¹³ Prawo do otrzymania określonego pakietu akcji spółki po spełnieniu określonych warunków (najczęściej uzyskaniu przez akcje określonej ceny lub upłynięcia okresu nabywania uprawnień).

¹⁴ Akcje, które stają się zbywalne po spełnieniu określonych warunków.

¹⁵ Wynosiła ona odpowiednio: 0,75%; 0,57%; 0,50% i 0,25% zysku brutto (6 mld USD) dla R. Fulda, J. Gregory'ego, T. Russo i pozostałych menedżerów

wzmacnianie marki, odnajdywanie i tworzenie strategicznych możliwości rozwoju, budowa i dywersyfikacja jednostek biznesowych, poprawa programów pracowniczych i wypełnianie założeń polityki budżetowej spółki.

4. Zorientowanie systemu wynagradzania na cele krótkookresowe

Analizując konstrukcję systemu wynagradzania *top managementu* Lehman Brothers, dostrzec można, sprzeczną z początkowymi założeniami, ewolucję w kierunku promowania celów krótkookresowych. Program płacowy zakładał wprowadzenie wynagrodzenia w postaci akcji uwarunkowanych, podlegających tzw. ograniczeniom konfiskaty (*forfeiture restrictions*) i niemożliwych do zbycia przez pięć lat, co w oczywisty sposób motywowało menedżerów do związania się ze spółką na dłuższy okres oraz ściślej integrowało ich interesy z interesami akcjonariuszy. Liczne opracowania podkreślają jednak wady tego instrumentu, wskazując, że nieodpłatne przydzielanie akcji RSU czyni z nich narzędzie pozbawione w zasadzie ryzyka. Jeśli tylko zostaną spełnione określone warunki, dotyczące zwykle okresu zatrudnienia, właściciel akcji osiąga z tytułu ich posiadania korzyści tak długo, jak długo cena rynkowa akcji jest wyższa od zera. Są zatem instrumentem, który pozwala na stosunkowo bezpieczny transfer dobrobytu od akcjonariuszy do menedżerów. W tej sytuacji uprawniona wydaje się konstatacja, że akcje uwarunkowane stanowią raczej mechanizm podziału nadwyżki ekonomicznej niż element tworzenia kultury własności korporacyjnej, którego podstawowym celem staje się nie kreacja, ale redystrybucja wartości¹⁶. Ponadto należy mieć na uwadze fakt, że pomimo iż przyznane w 2007 roku jednostki RSU stawały się zbywalne w roku 2012¹⁷, to na rok 2007 przypadał moment realizacji przekazanych wcześniej opcji na akcje oraz innych warunkowych jednostek udziału we własności spółki. Niewielka fluktuacja na stanowiskach kierowniczych w Lehman Brothers sprawiła, że w przypadku trzech najlepiej opłacanych menedżerów spółki różnice pomiędzy wartością wynagrodzenia przyznanego w roku 2007 a wartością faktycznych transferów z tytułu otrzymanych wynagrodzeń w tym okresie były niewielkie.

¹⁶ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 159.

¹⁷ RSU dla R. Fuld'a, J. Gregory'ego i T. Russo miały być im przekazane po 3 latach, natomiast C. O'Meara i I. Lowitt mieli je otrzymać po dwóch latach.

Należy zwrócić uwagę na to, że jednostki RSU, stanowiące od 64 do 88% całkowitego wynagrodzenia, były pewnego rodzaju korzyściami odroczonymi w czasie, niewypłacanymi w roku ich przyznania, a zatem różnica pomiędzy przyznanym a wypłaconym wynagrodzeniem to w rzeczywistości różnica pomiędzy wartością przyznaną w 2007 roku akcji warunkowych a tych instrumentów, których termin realizacji przypadł na ten właśnie rok. Istotną relatywną różnicę pomiędzy analizowanymi wartościami w przypadku C. O'Meara i I. Lowitt wyjaśnić można wyraźnie krótszym od pozostałych stażem pracy na stanowiskach kierowniczych najwyższego szczebla.

TABELA 2: Wynagrodzenia za rok 2007 najważniejszych menedżerów spółki Lehman Brothers (w USD)

Nazwisko	Wynagrodzenie podstawowe	Premia gotówkowa	Wartość jednostek RSU	Razem przyznane	Razem wypłacone
R.S. Fuld, Jr.	750 000	4 250 000	35 000 000	40 000 000	34 382 036
J.M. Gregory	450 000	4 550 000	29 000 000	34 000 000	26 005 522
T.A. Russo	450 000	4 550 000	9 000 000	14 000 000	12 065 023
C. O'Meara	200 000	2 650 000	6 642 857	9 492 857	3 747 083
I.T. Lowitt	200 000	2 650 000	6 642 857	9 492 857	4 916 953

Źródło: United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549 Schedule 14a Proxy Statement..., s. 29.

Biorąc pod uwagę powyższe rozważania, można stwierdzić, że pomimo zróżnicowania struktury pakietu motywacyjnego, nie spełniał on podstawowych założeń związanych z orientacją na długookresowy horyzont czasowy i optymalizację decyzji w zakresie ryzyka. Zarówno kryteria przyznawania premii, jak i stosunkowo krótki okres niezbywalności akcji warunkowych spowodowały, że najistotniejszą zmienną determinującą wysokość wynagrodzenia, a tym samym nadrzędną wartością pozostającą w obszarze zainteresowania menedżerów, był bieżący zysk. Nie można zatem uznać tak skonstruowanego programu płacowego za neutralny lub ograniczający decyzje i zachowania ryzykowne.

Podobna konkluzja wynika z badań przeprowadzonych przez L.A. Bebchuk i in.¹⁸. Dotyczą one wynagrodzeń kadry kierowniczej banków Bear Stearns i Lehman Brothers, koncentrując się w głównej mierze na weryfikacji tezy o braku wpływu systemów płacowych na ryzykowne decyzje podejmowane w tych podmiotach w okresie poprzedzającym odpowiednio – utratę wartości rynkowej i przejście jednej oraz upadłość drugiej z wymienionych spółek. Uzasadnieniem tak sformułowanego założenia miałyby być znaczne straty poniesione przez kierownictwo w wyniku drastycznego spadku cen bądź całkowitej utraty wartości posiadanych przez nich akcji spółek, dla których pracowali. W tej sytuacji nadmierna skłonność do ryzykownych działań byłaby konsekwencją jedynie nieuzasadnionego optymizmu, niewłaściwego oszacowania poziomu ryzyka lub arogancji i pychy, a nie bodźców płacowych skłaniających do maksymalizowania zysku w krótkim okresie.

W celu zbadania prawdziwości powyższych przesłanek, poddano analizie wynagrodzenia kadry kierowniczej Lehman Brothers w latach 2000–2008 wypłacone z tytułu pakietów motywacyjnych¹⁹. Badanie uwzględniło sumę zrealizowanych w kolejnych latach uposażeń dla pięciu menedżerów najwyższego szczebla, których honoraria, zgodnie z amerykańskim prawem, muszą być podawane do publicznej wiadomości. Należą do nich CEO, CFO i trzech pozostałych kierowników z najwyższymi pensjami. Metodologiczny problem, wynikający ze zmian na stanowiskach w analizowanych latach, rozwiązano w ten sposób, że w przypadku osób, których zarobki nie były ujawnione w całym badanym okresie, wynagrodzenie w latach, dla których nie posiadano danych, przyjęto na poziomie zerowym. Analizie poddano uposażenia Richarda Fulda (CEO od 1993 do 2008 i przewodniczącego rady od 1994 do 2008), Davida Goldfarba (CFO od 2000 do 2004 i CAO od 2004 do 2006), Josepha Gregory’ego (Co-COO od 2002 do 2008 i CAO od 2000 do 2002), Christophera O’Meara (CFO od 2004 do 2007, od 1994 zajmującego różne stanowiska kierownicze) i Thomasa Russo (CLO od 1993 do 2008). Jedynie zarobki R. Fulda i J. Gregory’ego były ujawnione w każdym z badanych lat,

¹⁸ L.A. Bebchuk, A. Cohen, H. Spamann, *The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*, Harvard Law School, Discussion Paper No. 657.

¹⁹ Źródłowe opracowanie zawiera również analogiczną analizę wynagrodzeń kierownictwa Bear Stearns, niniejszy artykuł jednak stanowi studium przypadku spółki Lehman Brothers, dlatego badania dotyczące innych podmiotów zostały w nim pominięte; warto dodać, że wynik badań i wnioski końcowe były dla obu przypadków identyczne.

dla T. Russo uwzględniono okres 2003–2008, dla D. Goldfarba – 2004–2007, a la Ch. O'Meara – 2007–2008. Otrzymane wyniki ujęto syntetycznie w tab. 3.

TABELA 3: Wynagrodzenia w postaci pakietów motywacyjnych dla najwyższego kierownictwa spółki Lehman Brothers w latach 2000–2008

Menedżerowie	Premie gotówkowe	Przepływy netto ze sprzedaży akcji	Razem	Szacowana wartość akcji posiadanych w 2000 r.	Wartość początkowa – suma przepływów (różnica)
CEO	61 557 166	461 173 614	522 730 780	300 768 127	221 962 653
Pozostali	102 407 231	389 315 896	491 723 127	300 433 203	191 289 924

Źródło: L.A. Bebchuk, A. Cohen, H. Spamann, *The wages...*, s. 15.

Zestawione dane wskazują na jednoznacznie pozytywny bilans przepływów wynikających z pakietów motywacyjnych, pomimo obiektywnie niewłaściwych decyzji podejmowanych przez kadre kierowniczą. Dowiedziono tym samym, że gigantyczne straty, o których wspominają niektóre opracowania²⁰, a które rzekomo potwierdzać mają tezę o braku bodźców motywujących do ryzykownych operacji wynikających z konstrukcji systemu płacowego, są w istocie tzw. stratami papierowymi (*paper losses*). Rzeczywiście, należy zauważyć, że na dzień 31 stycznia 2008 r. Richard Fuld posiadał 10,8 mln akcji Lehman Brothers. Kiedy 15 września spółka ogłosiła upadłość, stały się one bezwartościowe, co przy cenie akcji z 2 lutego (85,8 USD) daje stratę na poziomie 931 mln USD. Jednak, z przynajmniej dwóch względów, nie należy tej kwoty określić mianem realnej straty poniesionej przez przewodniczącego rady Lehman Brothers. Otóż, po pierwsze, w dniu ogłoszenia upadłości, Fuldowi udało się sprzedać 2,98 mln akcji spółki za cenę ok. 0,2 USD centów za akcję, co daje łącznie zarobek w wysokości 600 000 USD²¹. Jednak jest to relatywnie niewielka kwota i należy raczej zwrócić uwagę na innego rodzaju argument, wskazujący na istotę owej formalnej straty prezesa Lehman Brothers. Mianowicie, nie powinno się jej porównywać ze stratami poniesiony-

²⁰ Zob. np. J. Grundfest, *What's Needed is Uncommon Wisdom*, N.Y. Times Dealbook Dialogue, October 6, 2009; <http://dealbook.nytimes.com/2009/10/06/dealbook-dialogue-joseph-gundfest-uncommon-wisdom/>; stan na dzień 19.02.2014 r. lub R. Fahlenbrach, R. Stulz, Bank CEO Incentives and the Credit Crisis, Fisher College of Business Working Paper Series, August 2010.

²¹ <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000080608508000155/xslF345X03/doc.xml>; stan na dzień 19.02.2014 r.

mi przez akcjonariuszy, którzy zakupili akcje spółki ponosząc z tego tytułu realne koszty. Richard Fuld otrzymał akcje nieodpłatnie, bez ponoszenia wydatków, jako formę gratyfikacji za zarządzanie spółką. Na mocy danych ujętych w tab. 3 i powyższych rozważań, można zatem dojść do wniosku, że wynagrodzenie w formie pakietów akcji, które w założeniu utożsamiać miało interes akcjonariuszy i menedżerów, tym pierwszym przyniosło faktyczne straty w wysokości wydatków poniesionych na bezwartościowe ostatecznie akcje, dla tych drugich natomiast okazało się *per saldo* bardzo dochodowe.

Kwestią oczywistą jest przyjęcie założenia, że dla wszystkich pracowników banku sytuacją bardziej pożądaną byłoby kontynuowanie działalności niż bankructwo. W licznych opracowaniach podkreśla się również często, że ilość akcji będących w posiadaniu menedżerów w momencie upadku wskazywała na to, że nie spodziewali się oni takiego obrotu sprawy. Nie można jednak nie dostrzegać faktu, że system płacowy Lehman Brothers dawał menedżerom możliwość corocznych wypłat z tytułu przyznawanych wcześniej pakietów motywacyjnych, co z pewnością w pewnej mierze ukierunkowywało ich działania na maksymalizowanie wyników w krótkim okresie. Kadra kierownicza, chcąc jak najkorzystniej upłynnić posiadane aktywa, szukała raczej możliwości poprawy bieżących wskaźników niż dbania o rozsądną strategię długookresową. Przywołane w opracowaniu badania potwierdzają, że wynagrodzenia z tytułu przyznanych menedżerom dodatków motywacyjnych były znaczące, pomimo niewłaściwego zarządzania spółką. Natomiast poniesione przez nich straty zakwalifikować można raczej jako utracone możliwości zarobku, gdyż otrzymanie akcji nie wiązało się z żadnym wydatkiem z ich strony. Dlatego też, rozważając zagadnienia z zakresu niewłaściwego funkcjonowania mechanizmów *corporate governance* w spółce Lehman Brothers, nie należy pomijać kwestii konstrukcji systemów wynagradzania menedżerów. Sprawą dyskusyjną i zapewne niemożliwą do rozstrzygnięcia jest to, na ile decyzje kierownictwa uwarunkowane były chęcią maksymalizowania zysku z posiadanych udziałów we własności, na ile natomiast innymi czynnikami związanymi z nadmiernym optymizmem, brakiem wystarczającej wiedzy czy informacji. Dyskutując jednak nad koniecznością zrewidowania zasad nadzoru korporacyjnego w celu zapobiegania zjawiskom kryzysowym, uwzględnić należałoby powyższe analizy i dokonać stosownych zmian²².

²² Jednym z postulatów mogłoby być na przykład wydłużenie okresu niezbywalności akcji warunkowych do momentu przejścia na emeryturę, jest to rozwiązanie praktykowane w spółce Goldman Sachs.

5. Propozycje zmian

Należy zauważyć, że system wynagradzania kadry kierowniczej Lehman Brothers zakładał postulowaną w licznych opracowaniach partycypację menedżerów we własności oraz odraczanie wypłaty części wynagrodzenia i uzależnienia jej wysokości od określonych zmiennych związanych z kondycją zarządzanej spółki. Te elementy okazały się jednak niewystarczające dla minimalizowania tzw. pokusy nadużycia i, jak wykazano, premiowały *de facto* krótkookresowe cele o wysokim poziomie ryzyka. Trzeba zatem uznać, że regulacje dotyczące wynagrodzeń w instytucjach finansowych wymagają zweryfikowania i zaproponowania rozwiązań dedykowanych specjalnie dla podmiotów tego sektora.

W odpowiedzi na tak sformułowane postulaty, instytucje międzynarodowe oraz krajowe organy nadzorcze opracowały liczne raporty i rozporządzenia dotyczące zagadnień związanych z władztwem korporacyjnym w systemie finansowym. Jednym z ważniejszych opracowań z tego zakresu jest opublikowany przez OECD raport *Corporate Governance Lessons from the financial crisis*, wskazujący na te obszary nadzoru, które w największej mierze przyczyniły się do powstania zjawisk kryzysowych w sektorze bankowym²³. Wspomniany dokument podkreśla przede wszystkim istotną rolę nieprawidłowości w zakresie zarządzania ryzykiem, niedostateczne zaangażowanie rad dyrektorów w monitorowanie realizacji strategii nadzorowanych podmiotów, brak przejrzystości ujawnianych informacji, a także nieprzestrzeganie standardów rachunkowości oraz niewłaściwą konstrukcję systemów wynagradzania.

Szczególną uwagę na problem płac menadżerów zwróciła Komisja Europejska, wydając Zalecenie w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych²⁴. Komisja postuluje w nim obowiązek wdrażania „rozsądnej polityki wynagrodzeń” z premiami opartymi na realizacji celów długookresowych, przy uwzględnieniu korekt o bieżące i przyszłe ryzyko. Dokument nie precyzuje szczegółowych wytycznych – wyjątkiem jest propozycja umożliwienia żądania zwrotu zmiennych składników wynagrodzenia przyznanych

²³ G. Kirkpatrick, *Corporate Governance Lessons from the financial crisis*, OECD, 11.02.2009 r., <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf>; stan na dzień 19.02.2014 r.

²⁴ Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych (2009/384/WE), Dz.U. UE, Nr L 120/22 z dn. 15.05.2009 r.

za wyniki, które w następstwie weryfikacji okazałyby się nieprawdziwe oraz stosunkowo wyczerpujące regulacje w zakresie przyznawania odpraw.

Warto zastanowić się nad tym, jaką wartość aplikacyjną mają tego rodzaju zalecenia. Po pierwsze – nie wskazują one najczęściej konkretnych, gotowych rozwiązań, co pozwala na różnorodność interpretacji i wprowadzanie zasad często tylko powierzchownie spełniających określone wymogi. Po drugie natomiast – stanowią element tzw. miękkiego prawa, którego przestrzeganie zakłada duży zakres dobrowolności.

Bardziej precyzyjne i rygorystyczne regulacje zaproponowano w Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady z 24 listopada 2010 r.²⁵ mającej odzwierciedlenie w Uchwałach 258/2011 i 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego²⁶. Wprowadza ona obowiązek wypłaty co najmniej 50% zmiennego wynagrodzenia w akcjach lub podobnych im instrumentach opartych na własności, a także rozłożenie wypłat przynajmniej 40% premii na okres dłuższy niż 3–5 lat²⁷.

Największym echem na arenie międzynarodowej odbiło się jednak uchwalenie ustawy Dodd-Franka w Stanach Zjednoczonych²⁸. Poza przepisami dotyczącymi obrotu instrumentami pochodnymi, procedurami udzielania kredytów i zakresem ujawnień, rozdział 954 tego aktu zobowiązał amerykańską komisję ds. papierów wartościowych i giełd (SEC) do zakazania obrotu instrumentami emitowanymi przez te podmioty, które w swoich systemach wynagrodzeń nie wprowadzą zapisu o możliwości wyegzekwowania zwrotu premii za wyniki w przypadku nienależnego jej przyznania²⁹. Oprócz istotnych luk prawnych, które zawierała ta część ustawy³⁰, należy podkreślić, że ponad

²⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany Dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń, Dz.U. UE, Nr L 329/3 z dn. 14.12.2010 r.

²⁶ Uchwała nr 258/2011 i Uchwała nr 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 r.

²⁷ P. Masiukiewicz, *Hazard...*, s. 190–191.

²⁸ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111–203, H.R. 4173).

²⁹ *Ibidem*, Sec. 954.

³⁰ Zob. J.M. Fried, N. Shilon, *The Dodd-Frank Clawback And The Problem Of Excess Pay*, *The Corporate Board* January/February 2012, s. 15–21.

trzy lata po jej przyjęciu, SEC wciąż nie wdrożyła postanowień wchodzących w zakres rozdziału 954³¹.

6. Wnioski

Przedstawiona w artykule problematyka wynagradzania kadry kierowniczej wydaje się elementem newralgicznym z punktu widzenia kształtowania poprawności relacji pomiędzy kierownictwem a szerokim gronem interesariuszy podmiotów sektora bankowego. Przeprowadzona przez autorkę analiza tego zagadnienia dowodzi, że zakres problemów agencyjnych w bankach wychodzi znacząco poza układ akcjonariusz – menedżer i bezwzględnie musi być rozpatrywany w szerszym kontekście, przy uwzględnianiu opisanych w artykule obszarów asymetrii, występujących często przy konstruowaniu systemów płacowych.

Na arenie międzynarodowej obserwuje się szereg inicjatyw mających na celu ograniczenie szkodliwych efektów systemów motywacyjnych. Propozycje zmian sformułowane są jednak bardzo ogólnie, pozostawiając duży margines swobody co do ich interpretacji, zarówno na poziomie instytucji krajowych, jak i poszczególnych podmiotów sektora finansowego. Ponadto, przykład opieszałości w implementacji niektórych postanowień ustawy Dodd-Franka dowodzi silnej pozycji lobby bankowego, skutecznie przeciwstawiającego się próbom zwiększenia regulacji i nadzoru nad rynkiem kapitałowym³². Tymczasem, w opinii autorki, globalna sanacja nadzoru korporacyjnego wiązać się musi z obligatoryjnym wdrożeniem jednoznacznych, zunifikowanych zasad wymuszających dbałość kierownictwa banków o powierzany im przez liczne grupy interesów kapitał.

³¹ <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/corporategovernance.shtml>; stan na dzień 19.02.2014 r.

³² **A. Wielopolska**, *Sąd nad ustawą Dodd-Franka*, Obserwator Finansowy z 2.10.2012 r., <http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/sad-nad-ustawa-dodda-franka/>; stan na dzień 19.02.2014 r.

Bibliografia

Akty prawne:

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany Dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń, Dz.U. UE, Nr L 329/3 z dn. 14.12.2010 r.

Zalecenie Komisji z dnia 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych (2009/384/WE), Dz.U. UE, Nr L 120/22 z dn. 15.05.2009 r.

Opracowania:

Acharya V., Richardson M., *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2009.

Bannier C.E., Feess E., Packham N., *Competition, Bonuses, and Risk-taking in the Banking Industry*, Review of Finance Advance Access 2012/27.

Bebchuk L.A., Cohen A., Spamann H., *The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*, Harvard Law School, Discussion Paper No. 657.

Bebchuk L.A., Spamann H., *Regulating Bankers' Pay*, Discussion Paper No. 641, Harvard Law School, Cambridge 2010.

Fahlenbrach R., Stulz R., *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, Fisher College of Business Working Paper Series, August 2010.

Fried J.M., Shilon N., *The Dodd-Frank Clawback And The Problem Of Excess Pay*, The Corporate Board January/February 2012.

Grundfest J., *What's Needed is Uncommon Wisdom*, N.Y. Times Dealbook Dialogue, October 6, 2009.

Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 1976/3/4.

Masiukiewicz P., *Hazard moralny a systemy motywacji w bankowości*, Prakseologia 2011/151.

Sharma K., *Financial sector compensation and excess risk-taking – a consideration of the issues and policy lessons*, DESA Working Paper 2012/115.

Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. UŁ, Łódź 2005.

Wielopolska A., *Sąd nad ustawą Dodda-Franka*, Obserwator Finansowy 2.10.2012 r.

Dokumenty:

Lehman Brothers, Proxy Statement, March 5, 2008.

United States Securities and Exchange Commission Washington, D.C. 20549 Schedule 14a Proxy Statement Pursuant To Section 14(A) Of The Securities Exchange Act Of 1934, Lehman Brothers Holding Inc, March 2008.

Strony internetowe:

<http://money.cnn.com/news/specials/storysupplement/ceopay/>; stan na dzień 19.02.2014 r.

http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/806085/000104746908002261/a2183244zdef14a.htm#ce76801_compensation_of_directors; stan na dzień 19.02.2014 r.

<https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/corporategovernance.shtml>; stan na dzień 19.02.2014 r.

Kirkpatrick G., *Corporate Governance Lessons from the financial crisis*, OECD, 11.02.2009 r., <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf>; stan na dzień 19.02.2014 r.

Emilia KLEPCZAREK

EXECUTIVE COMPENSATION SYSTEM AS A KEY FACTOR DETERMINING BANK RISK MANAGEMENT POLICY: THE LEHMAN BROTHERS CASE STUDY

(Summary)

The article presents an analysis of the importance of the executive compensation system's structure for the bank risk management policy. The case of Lehman Brothers proves that the construction of remuneration schemes for the bank executives should require the specific problems arising from the Agency Theory. The level of payment must be associated with long-term objectives and the strategy of sustainable growth. To achieve that it is necessary to formulate new guidelines and rules dedicated to the banking sector. It turns out that current forms of managers' participation in the ownership do not provide sufficient protection against the so-called moral hazard. Recent studies show that managers are in fact rewarded for winning highly levered bets on the value of banks' assets. While in the case of losing they make only a kind of 'paper losses'.

Keywords: corporate governance, Lehman Brothers, the financial crisis, executive compensation, risk management, restricted shares

Katarzyna KLIMCZAK*

STANDARD XBRL JAKO KONCEPCJA WSPOMAGAJĄCA RAPORTOWANIE FINANSOWE

Słowa kluczowe: standard XBRL, raportowanie finansowe, taksonomia XBRL

1. Wstęp

Od początku XX wieku jesteśmy świadkami coraz większego zainteresowania możliwościami wykorzystania elektronicznego formatu wymiany informacji na potrzeby raportowania finansowego.

W 1996 roku organizacja World Wide Web Consortium opublikowała specyfikację XML (*eXtensible Markup Language*), przeznaczoną do opisu danych wymienianych drogą elektroniczną. W 1999 roku amerykańskie stowarzyszenie księgowych (AICPA – Institute of Certified Public Accountants) wraz grupą przedsiębiorstw informatycznych, audytorskich i księgowych zainicjowało prace nad stworzeniem formatu, bazującego na specyfikacji XML, który umożliwiłby elektroniczną wymianę danych finansowych. Format ten nazwano później standardem XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*)¹.

Celem artykułu jest przedstawienie idei standardu XBRL, analiza korzyści i problemów związanych z jego zastosowaniem oraz ocena przyszłości wykorzystania tego standardu jako narzędzia wspomagającego raportowanie finansowe.

* Dr, Katedra Rachunkowości, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie; e-mail: katarzyna.klimczak@sgh.waw.pl

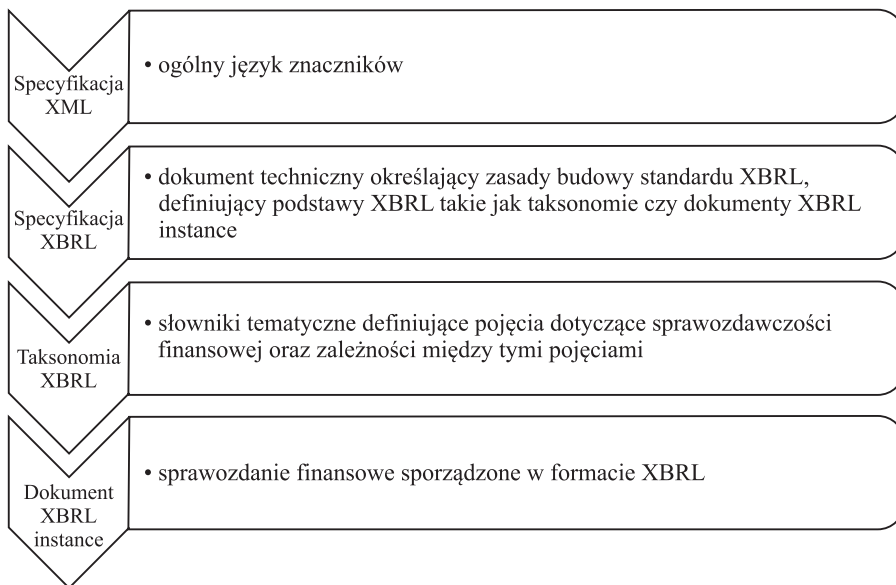
¹ **J.E. Boritz, W.G. No**, *Assurance Reporting for XBRL: XARL (eXtensible Assurance Reporting Language)*, [w:] *Trust and Data Assurances in Capital Markets: The Role of Technology Solutions*, PricewaterhouseCoopers, 2003, s. 17, 18.

2. Koncepcja XBRL

XBRL jest elektronicznym formatem wymiany zestandaryzowanych informacji finansowych, opartym na języku XML. Końcowym produktem standardu XBRL jest tzw. *instance document*, czyli sprawozdanie finansowe sporządzone w formacie XBRL.

Poszczególne ogniwa standardu XBRL oraz powiązania pomiędzy nimi przedstawia poniższy rysunek.

RYSUNEK 1: *Elementy standardu XBRL*



Źródło: oprac. własne na podst.: **M. Piechocki**, *XBRL – rewolucja techniczna a rachunkowość*, [w:] *Rachunkowość wczoraj, dziś, jutro*, SKw P, Warszawa 2007, s.440, 441.

Ważnym ogniwiem XBRL są taksonomie, które stanowią rodzaj słowników tematycznych, definiujących poszczególne kategorie w sprawozdaniu finansowym.

Aktualnie na świecie wykorzystywane są m.in. taksonomie IFRS, US GAAP, COREP, FINREP oraz wiele innych krajowych czy branżowych taksonomii.

Taksonomia IFRS odzwierciedla standardy MSR/MSSF opracowywane przez Międzynarodową Radę Standardów Rachunkowości (IASB). Taksonomia ta jest tworzona przez Zespół ds. XBRL, działający w ramach Fundacji Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (IFRS Foundation). Prace nad taksonomią IFRS trwają cały rok. W lutym publikowana jest wersja wstępna taksonomii, która podlega publicznym konsultacjom. Wersja ostateczna, uwzględniająca otrzymane uwagi, wydawana jest w kwietniu. W skład taksonomii IFRS wchodzi MSR, MSSF, interpretacje oraz MSSF dla Małych i Średnich Przedsiębiorstw².

US GAAP Financial Reporting Taxonomy jest oparta na amerykańskich standardach rachunkowości. Co roku amerykańska Rada Standardów Rachunkowości Finansowej (FASB) publikuje propozycję nowej taksonomii, ze szczegółowym opisem i uzasadnieniem proponowanych zmian. Ostateczna wersja jest akceptowana przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (US SEC)³.

Taksonomia COREP (*Common Reporting*) dotyczy banków i innych instytucji finansowych i inwestycyjnych – została stworzona dla potrzeb nadzoru bankowego (uwzględnia regulacje zawarte w Nowej Umowie Kapitałowej)⁴.

Uzupełnieniem COREP jest taksonomia FINREP (*Financial Reporting*), która została opracowana przez Komitet Europejskich Nadzorców Bankowych dla obszaru sprawozdawczości nadzorczo-finansowej sektora bankowego. FINREP opiera się na taksonomii IFRS, z tym, że jest rozszerzona o dodatkowe elementy raportów dla instytucji finansowych⁵.

Wykorzystując określone regulacje prawne, taksonomia definiuje poszczególne pozycje sprawozdania finansowego. Każda pozycja jest szczegółowo opisana – określany jest jej typ (monetarny, tekstowy, procentowy itd.), wymiar czasowy (na początek okresu, na koniec okresu itd.) oraz charakter księgowy⁶.

Poza definicją pozycji, w skład taksonomii wchodzi pięć warstw powiązań, które przedstawia poniższy rysunek:

² www.iasb.org; stan na dzień 03.01.2014 r.

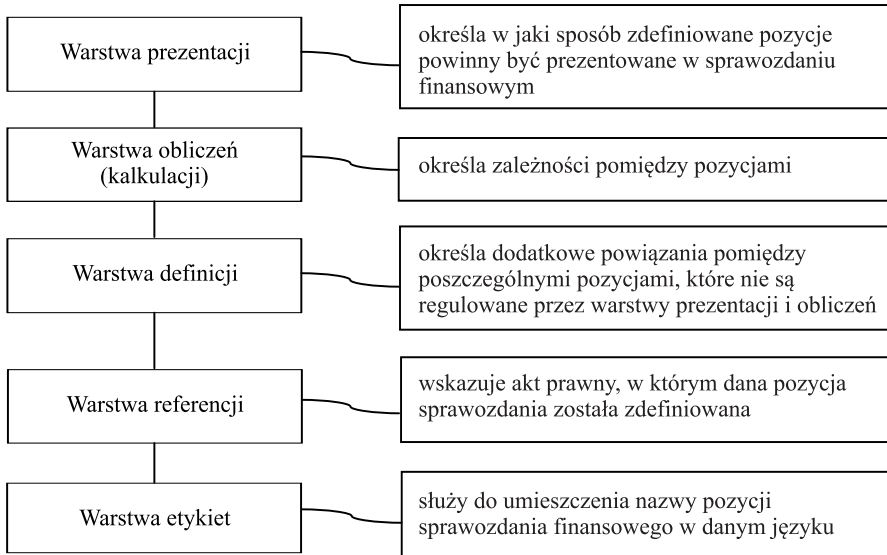
³ xbrl.fasb.org; stan na dzień 03.01.2014 r.

⁴ **M. Hamrol**, *XBRL jako powszechny format wymiany i przekazywania informacji*, [w:] **W. Skoczyła** (red.), *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, SKwP, Warszawa 2009, s. 124.

⁵ *Ibidem*, s. 125.

⁶ **M. Piechocki**, *XBRL – rewolucja techniczna a rachunkowość*, [w:] *Rachunkowość wczoraj, dziś, jutro*, SKwP, Warszawa 2007, s. 441.

RYSUNEK 2: Warstwy powiązań taksonomii XBRL



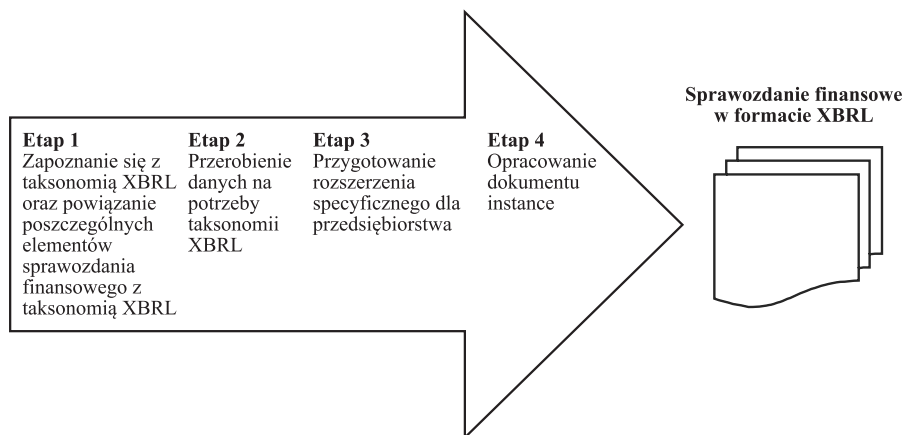
Źródło: oprac. własne na podst.: *The IFRS Taxonomy 2013 Guide*, IASB, 2013, www.iasb.org; stan na dzień 03.01.2014 r., s. 19–25; **M. Piechocki**, *XBRL...*, s. 442.

Należy pamiętać, że XBRL pozwala na tworzenie różnych poziomów taksonomii. Oprócz podstawowej (bazowej) taksonomii (np. IFRS czy US GAAP) możliwe jest rozbudowanie słownika o pojęcia specyficzne dla danej branży czy przedsiębiorstwa.

Generowanie raportu finansowego w formacie XBRL odbywa się w oparciu o taksonomię XBRL oraz dane finansowe dotyczące danego okresu sprawozdawczego.

Poniższy rysunek przedstawia kolejne etapy przygotowania sprawozdania finansowego w oparciu o taksonomię XBRL:

Stworzony raport jest następnie sprawdzany. Wykonywana jest automatyczna walidacja, dająca gwarancję kompletności oraz poprawności zaraportowanych danych.

RYSUNEK 3: *Etapy przygotowania sprawozdania finansowego w formacie XBRL*

Źródło: oprac. własne na podst.: *The IFRS Taxonomy 2013 Guide...*, s. 27.

Zweryfikowany *instance document* jest gotowy do odczytania przez odbiorców, którzy mogą go zaimportować do oprogramowania przystosowanego do analizy danych (analizy finansowej, programów dedykowanych audytowi) lub przedstawić w dowolnej aplikacji w sposób zgodny ze swoimi preferencjami (graficzny, tabularyczny, tekstowy itp.)⁷.

Jak wynika z powyższego, standard XBRL umożliwi automatyzację części procesów w ramach raportowania finansowego – przesyłane dane mogą być w prosty sposób przetwarzane i analizowane przez użytkowników sprawozdań finansowych. Z tego względu, standard może być bardzo przydatny na wielu ogniwach łańcucha sprawozdawczości finansowej. Przedsiębiorstwa, wykorzystując dane z systemów rachunkowości przygotowują cały szereg raportów, zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Z raportów tych korzystają różni odbiorcy: zarząd, organy regulujące rynki kapitałowe, organy skarbowe, instytucje kredytowe, fundusze inwestycyjne, inwestorzy indywidualni, audytorzy itd. XBRL umożliwi wystandaryzowaną wymianę zagregowanych danych finansowych, zawartych w sprawozdaniach finansowych, pomiędzy zainteresowanymi odbiorcami.

Standard jest coraz powszechniej wykorzystywany na świecie – obecnie jest stosowany w około 30 krajach, zaś w kolejnych kilkunastu jego wdrożenie

⁷ XBRL – *elektroniczne sprawozdanie finansowe*, 2010, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r.

jest w trakcie realizacji. Wśród krajów wykorzystujących XBRL znajdują się m.in.: USA, Wielka Brytania, Francja, Niemcy, Japonia. We wszystkich tych krajach XBRL znalazł zastosowanie w różnorodnych procesach sprawozdawczych do instytucji publicznych. W Japonii, USA i Hiszpanii wykorzystuje się go na potrzeby obowiązkowego raportowania do nadzoru rynku kapitałowego. W Wielkiej Brytanii, Holandii i Belgii wykorzystywany jest w procesie składania deklaracji podatkowych. W Unii Europejskiej wykorzystywany jest w procesie sprawozdawczości sektora bankowego w raportowaniu COREP/FINREP. Rozpoczęły się też prace nad jego użyciem na potrzeby raportowania statystycznego⁸.

3. Korzyści i problemy związane ze stosowaniem XBRL

Wykorzystanie standardu XBRL jako narzędzia wspomagającego raportowanie finansowe niesie ze sobą szereg korzyści, wśród których najczęściej wymienia się⁹:

- przyspieszenie procesu raportowania i usprawnienie przepływu informacji;
- zwiększenie rzetelności i jakości przesyłanych danych (m.in. dzięki wbudowanym systemom samosprawdzającym);
- łatwiejszą, szybszą, bardziej elastyczną, wszechstronną i dokładną analizę danych (m.in. ze względu na brak konieczności weryfikacji wiarygodności danych, możliwość automatycznego generowania istotnych wskaźników finansowych, dołączania danych pochodzących z agencji ratingowych, modeli statystycznych);
- efektywniejszą kontrolę (m.in. dzięki możliwości szybkiego dotarcia do każdego elementu składowego danej pozycji raportu);
- redukcję obciążenia administracyjnego dla przedsiębiorstw (poprzez eliminację konieczności wielokrotnego raportowania do różnych instytucji);
- zwiększenie porównywalności sprawozdań finansowych.

⁸ **A. Walaszek**, *Standard XBRL – standard lepszej sprawozdawczości*, 2010, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r., s. 10.

⁹ Por. m.in.: **J.E. Boritz, W.G. No**, *Assurance Reporting...*, s. 18, 19; **M. Piechocki**, *XBRL...*, s. 439–448; **M. Hamrol**, *XBRL...*, s.119–133; The IFRS Taxonomy, March 2011, www.iasb.org; stan na dzień 03.01.2014 r.

Według danych stowarzyszenia XBRL¹⁰ standard sprawdza się niewątpliwie jako narzędzie usprawniające proces przesyłania informacji na linii przedsiębiorstwo – administracja. We wszystkich przypadkach na świecie zastosowanie XBRL dało pozytywny efekt. Przyspieszono proces raportowania, wzrosła rzetelność przesyłanych danych, ułatwiona została późniejsza ich analiza. O ile usprawnienie procesu przesyłania informacji na linii przedsiębiorstwo – administracja jest niewątpliwie bardzo ważnym efektem zastosowania XBRL, istotnym dla obydwu stron wymiany informacji, to wydaje się, że najbardziej wielowymiarowe i wieloaspektowe korzyści z zastosowania standardu wiążą się z jego potencjalnym wpływem na rynki kapitałowe i ich uczestników.

Zdaniem R. Webera¹¹, XBRL może wywierać wpływ na przedsiębiorstwa finansujące swoją działalność za pośrednictwem rynków kapitałowych, na regulatorów tych rynków, inwestorów i analityków (badaczy). Dla przedsiębiorców przyjęcie standardu – choć z pewnością wiąże się z dodatkowymi kosztami związanymi z jego adaptacją – w dłuższej perspektywie może prowadzić do redukcji kosztów sprawozdawczości finansowej oraz audytu. XBRL umożliwia jednostkom gospodarczym bardziej efektywną komunikację z innymi uczestnikami rynków kapitałowych, co może przyczyniać się do zmniejszenia kosztu kapitału własnego.

Dla regulatorów XBRL oznacza niższe koszty pozyskiwania informacji od przedsiębiorstw oraz ułatwienie działań mających na celu zwiększanie porównywalności sprawozdań finansowych.

Inwestorzy zyskują dostęp do ciągłej, pełniejszej informacji w uniwersalnym formacie, umożliwiającym łatwiejsze przetwarzanie danych.

XBRL wspomaga tworzenie szerszych, bardziej dokładnych i tańszych baz danych finansowych, co ułatwia pracę badaczom, analitykom, w konsekwencji prowadząc do usprawnienia operacji na rynkach finansowych.

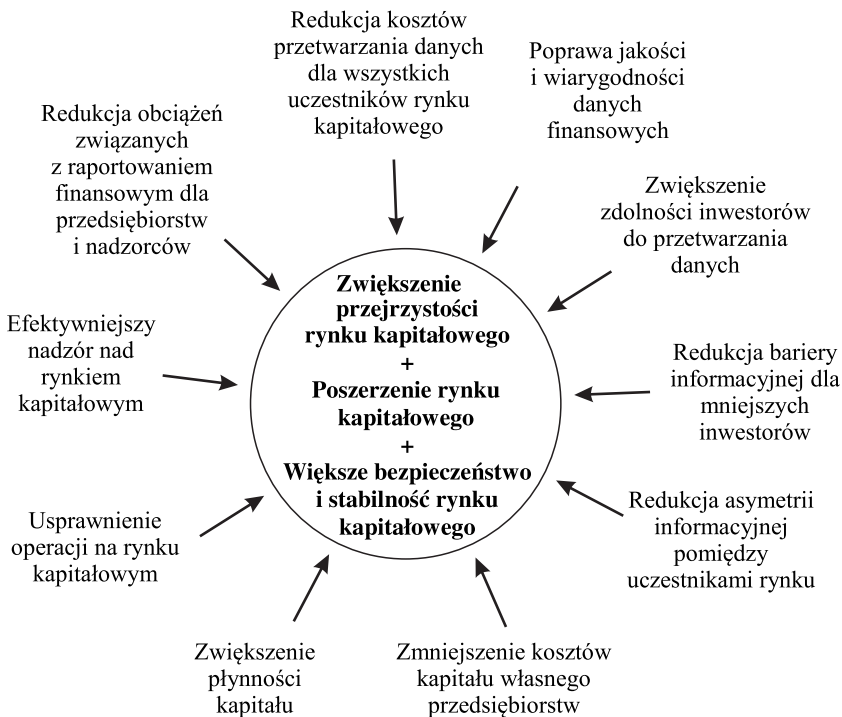
Wydaje się, że poprzez wspomaganie poszczególnych uczestników rynku kapitałowego, XBRL może pozytywnie wpływać na ogólną kondycję rynku kapitałowego – zwiększając jego przejrzystość, bezpieczeństwo i stabilność.

Poniższy schemat ilustruje różne aspekty oddziaływania elektronicznego formatu wymiany danych na rynek kapitałowy:

¹⁰ *Jaką rolę odgrywa XBRL w procesie raportowania?* 2010, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r.

¹¹ **R. Weber**, *XML, XBRL, and The Future of Business and Business Reporting*, [w:] *Trust and Data Assurances in Capital Markets: The Role of Technology Solutions*, Pricewaterhouse Coopers, 2003, s. 3–6.

RYSUNEK 4: Wpływ standardu XBRL na rynek kapitałowy



Źródło: oprac. własne.

Ten pozytywny i wszechstronny wpływ XBRL na przedsiębiorstwa jako uczestników rynku kapitałowego potwierdzają badania. Naukowcy z Singapuru przeanalizowali dane dotyczące ponad 2 tys. przedsiębiorstw, które wdrożyły standard XBRL (dane za okres 2003–2011)¹². Wyniki badań pokazały, że wykorzystanie przez przedsiębiorstwa XBRL w procesie raportowania m.in.: zwiększa pokrycie analityczne oraz trafność prognoz analitycznych, zmniejsza koszty kapitału własnego i zwiększa płynność akcji.

Doświadczenia państw, które zdecydowały się na implementację standardu XBRL wskazują, że rzeczywiście może on pozytywnie oddziaływać na obszar

¹² O. Zhen Li, Y. Lin, Ch. Ni, *Does XBRL adoption reduce the cost of equity capital?*, August 2012, <http://ssrn.com/abstract=2131001>; stan na dzień 20.12.2013 r.; Y. Dong, O. Zhen Li, Y. Lin, Ch. Ni, *Information Processing Cost and Stock Return Synchronicity – Evidence from XBRL Adoption*, January 2013, <http://ssrn.com/abstract=2198135>; stan na dzień 20.10.2013 r.

raportowania finansowego, ale też pokazują, że wdrożenie i stosowanie standardu może być dla przedsiębiorstw poważnym wyzwaniem.

W Stanach Zjednoczonych przedsiębiorstwa podlegające nadzorowi SEC od początku lat 90. ubiegłego stulecia raportowały w systemie EDGAR (*Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System*). SEC cały czas prowadziła prace nad unowocześnieniem zasad raportowania z wykorzystaniem nowoczesnych technologii, czego efektem stał się plan zamiany systemu EDGAR na system IDEA (*Interactive Data Electronic Applications*) oparty na standardzie XBRL¹³.

Według SEC, dostarczanie sprawozdań finansowych w interaktywnym formacie danych¹⁴:

- umożliwi inwestorom i innym użytkownikom bardziej sprawne i dynamiczne poszukiwanie i przetwarzanie informacji;
- zwiększa porównywalność sytuacji majątkowo-finansowej przedsiębiorstw i ich dokonań (porównywalność pomiędzy przedsiębiorstwami, okresami sprawozdawczymi i branżami);
- daje możliwość automatyzacji obowiązków sprawozdawczych i procesów przetwarzania informacji, co może zwiększać szybkość, dokładność i użyteczność finansowych ujawnień.

Nowy system był budowany od podstaw – początkowo jedynie wspomagał istniejące rozwiązania, w końcu zaś całkowicie je zastąpił. Od 2005 roku przedsiębiorstwa mogły wykorzystywać standard XBRL dobrowolnie. Na początku 2009 roku opublikowano ostateczne zasady wdrożenia programu XBRL. Na ich podstawie, od 13 kwietnia 2009 r. wprowadzono obowiązek raportowania w XBRL w odniesieniu do 500 największych przedsiębiorstw krajowych i zagranicznych, sporządzających sprawozdania finansowe zgodnie z US GAAP. Natomiast od 2011 roku w USA wszystkie spółki publiczne zostały zobligowane do przesyłania swoich sprawozdań finansowych do SEC w standardzie XBRL, a także zamieszczania ich na stronach internetowych. Przedsiębiorstwa wykorzystują stworzoną taksonomię, którą mogą odpowiednio rozszerzać.

SEC wymienia następujące korzyści związane z wdrożeniem standardu XBRL¹⁵:

¹³ *Interactive Data to Improve Financial Reporting*, SEC Release No. 33-9002, s. 5, 6, www.sec.gov; stan na dzień 03.01.2014 r.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ *Ibidem*, s. 125–131.

- więcej informacji dostępnej dla inwestorów (interaktywne raportowanie pozwala na włączenie do obiegu informacji wielu mniejszych przedsiębiorstw, które do tej pory w nim nie funkcjonowały, ze względu na wysokie koszty pozyskiwania danych finansowych);
- tańsza i bardziej aktualna informacja finansowa. (Tradycyjne sprawozdania finansowe, sformatowane w plikach tekstowych, muszą być ręcznie przekształcane do odpowiedniego formatu umożliwiającego ich analizę. Inwestorzy muszą albo poświęcać sporo czasu na dokonanie takiej analizy, albo też zlecać dokonanie takiej analizy wyspecjalizowanym firmom. W związku z powyższym, narzucenie obowiązku raportowania przez przedsiębiorstwa interaktywnych danych może zmniejszyć czas i koszt dotarcia do informacji przez inwestorów. To obniżenie kosztów powoduje również, że dostęp do danych jest o wiele szerszy – ze względu na mniejsze koszty gromadzenia danych są one również dostępne dla mniejszych inwestorów.);
- mniej błędów w raportach finansowych (poprzez automatyczną przeróbkę danych oraz wewnętrzne systemy walidacji danych eliminowane jest prawdopodobieństwo wystąpienia błędu w raportach);
- zwiększenie porównywalności raportów finansowych (raporty mogą być w dowolny i prosty sposób zestawiane i porównywane według wybranych przez odbiorców kryteriów).

W 2011 roku Grupa Aberdeen podjęła się próby zbadania głównych motywów, jakimi kierują się przedsiębiorstwa podejmując inicjatywę XBRL.

Przeprowadzone badania (Badanie na temat finansowego planowania i budżetowania – luty 2011)¹⁶ pokazały, że przedsiębiorstwa funkcjonujące na amerykańskim rynku kapitałowym od dawna już widziały potrzebę poszukiwania sprawniejszych rozwiązań w zakresie raportowania finansowego, które umożliwiłyby im dostosowanie się do stale i szybko zmieniającego się społeczno-ekonomicznego środowiska, w którym funkcjonują. Niestabilność warunków rynkowych była impulsem do coraz większego zainteresowania możliwością zastosowania zautomatyzowanych rozwiązań raportujących, jednak dla większości przedsiębiorstw dopiero obowiązek wprowadzony przez SEC zadecydował o przyjęciu technologii XBRL.

¹⁶ A. Tyagi, *XBRL keeps firms within the SEC guidelines*, Interactive Business Reporting 2011/1/1, s. 9–12.

Według raportu Aberdeen Group na temat doskonalenia biznesu poprzez stosowanie XBRL z kwietnia 2011 r.¹⁷, 55% wszystkich respondentów wskazało obowiązek narzucony przez SEC jako główny czynnik motywujący do przyjęcia XBRL (należy pamiętać, że w przypadku niezastosowania się do obowiązku, firmy narażają się na wiele negatywnych konsekwencji w postaci np. specjalnego audytu przeprowadzanego przez SEC oraz kar pieniężnych). Jako kolejny kluczowy czynnik, 25% respondentów wymieniło potrzebę ograniczenia kosztów operacyjnych. Oszczędności poszukuje się we wszystkich obszarach funkcjonowania przedsiębiorstwa, w tym w ramach sprawozdawczości finansowej – stąd zainteresowanie sprawnymi i zautomatyzowanymi procesami sporządzania sprawozdań finansowych. Dodatkowo, firmy dążą do ograniczania kosztów ogólnych, w szczególności tych dotyczących pracy, badając możliwości zwiększenia produktywności pracowników (również poprzez automatyzację procedur księgowych i sprawozdawczych).

W badaniach, o których mowa, zidentyfikowano również podstawowe czynniki, które mogą utrudniać czy wręcz uniemożliwiać przedsiębiorstwom przyjęcie XBRL.

Za główną przeszkodę na drodze do przyjęcia rozwiązań technologicznych XBRL przedsiębiorstwa uznały brak odpowiednich umiejętności i zaawansowanych funkcji w istniejącej infrastrukturze (44% badanych firm wskazało ten problem). 28% przedsiębiorstw jako barierę wskazało ograniczenia budżetowe, które uniemożliwiają im zapewnienie właściwego zaangażowania odpowiedniej liczby pracowników i rozwiązań wspierających inicjatywę XBRL.

Należy zwrócić uwagę, że dostosowanie się do sprawozdawczości XBRL wymaga zastosowania przez przedsiębiorstwa jednego z następujących rozwiązań¹⁸:

- przygotowania sprawozdania XBRL za pomocą posiadanego oprogramowania,
- skorzystania z usług firmy zewnętrznej,
- zakupu specjalnego oprogramowania do XBRL,
- zaprojektowania i stworzenia własnego oprogramowania do XBRL.

W pierwszym przypadku konieczna jest rozbudowa posiadanego oprogramowania finansowo-księgowego oraz odpowiednie przeszkolenie pra-

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ *XBRL w USA – jak można przygotować sprawozdanie*, 2011, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r.

owników odpowiedzialnych za przełożenie sprawozdania finansowego na język XBRL.

Innym rozwiązaniem jest zlecenie sporządzenia sprawozdania finansowego w formacie XBRL firmie zewnętrznej. W tym przypadku przedsiębiorstwo nie musi ponosić kosztów rozbudowy swojego systemu informatycznego ani szkolenia pracowników, jednak koszty sporządzenia sprawozdania finansowego przez zewnętrzną firmę konsultingową są na ogół bardzo wysokie.

Przedsiębiorstwa mogą zdecydować się na zakup gotowego, specjalnego oprogramowania.

Istnieje także możliwość stworzenia własnego oprogramowania XBRL. Na rynku istnieją firmy informatyczne, które oferują usługi konsultingowe przy budowie takiego rozwiązania. Wiąże się to z kosztami usługi budowy oraz wyszkolenia pracowników w zakresie jego obsługi.

Niezależnie od zastosowanego rozwiązania, przejście na elektroniczne raportowanie wiąże się ze znacznymi kosztami. Jak wynika z obliczeń wykonanych przez SEC, koszty sporządzenia sprawozdania w interaktywnym formacie wahają się od ok. 38 tys. do ok. 82 tys. USD¹⁹.

Zarówno wysokie koszty, jak i brak odpowiedniej infrastruktury technicznej, mogą być szczególnie problematyczne dla mniejszych przedsiębiorstw wdrażających XBRL. Potwierdzają to japońskie doświadczenia. Japońskie spółki giełdowe mają obowiązek elektronicznego raportowania od kwietnia 2008 r. Jak wynika z obserwacji, im mniejsze jest przedsiębiorstwo, tym większe koszty musi ponieść w celu dostosowania się do nowego formatu wymiany danych. Ponadto, mniejsze jednostki mają o wiele częściej problem z zachowaniem odpowiednich obowiązkowych terminów (25% małych przedsiębiorstw po raz pierwszy raportujących w XBRL nie zdążyło na czas, podczas gdy w grupie dużych przedsiębiorstw odsetek ten nie przekroczył 5%)²⁰.

4. Przyszłość standardu XBRL

Wydaje się, że coraz bardziej powszechne wykorzystanie standardu XBRL zostało już przesądzone.

Niewątpliwie ogromne znaczenie dla rozwoju tego standardu ma fakt, iż zyskał on akceptację ze strony wielu instytucji i organizacji międzynarodo-

¹⁹ *Interactive Data...*, s. 132–142.

²⁰ *Ibidem*, s. 138, 139.

wych, odpowiedzialnych za nadzór na rynkami finansowymi oraz zaangażowanych pośrednio lub bezpośrednio w tworzenie globalnych standardów rachunkowości.

Jak wspomniano wcześniej, w Stanach Zjednoczonych już od dawna trwały prace nad projektem XBRL, zaś obowiązujący od 2011 roku obowiązek wykorzystywania standardu przez spółki publiczne ostatecznie wyznaczył mu ważną rolę w raportowaniu finansowym na kolejne lata.

W inicjatywę XBRL zaangażowała się również Fundacja Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej.

Standard XBRL staje się coraz bardziej popularny na całym świecie.

Pod koniec 2010 roku chińskie Ministerstwo Finansów opublikowało taksonomię, która umożliwia przedsiębiorstwom elektroniczne przysyłanie sprawozdań do banków, ubezpieczycieli, nadzoru nad rynkiem kapitałowym, organów skarbowych oraz organów audytorskich. Jest to największy na świecie projekt integrujący i standaryzujący sprawozdawczość biznesową do instytucji publicznych²¹.

W Australii XBRL wykorzystano w projekcie SBR (*Standard Business Reporting*) umożliwiającym połączenie różnych obowiązków sprawozdawczych przedsiębiorstw.

Nie brakuje również przykładów wykorzystania XBRL w państwach europejskich. W Belgii przysyłanie raportów XBRL rozpoczęło się w 2007 roku i obejmuje około 300 tys. przedsiębiorstw.

Wiele organizacji europejskich związanych z rachunkowością od dawna wyrażało swoje zainteresowanie XBRL. W 2009 roku Europejskie Stowarzyszenie Księgowych (FEE – Fédération des Experts-Comptables Européens) opublikowało *Policy Statement – eXtensible Business Reporting Language (XBRL) – The impact on accountants and auditors*²². W dokumencie tym stwierdzono, że FEE w pełni popiera zastosowanie zautomatyzowanych rozwiązań (w szczególności standardu XBRL) w ramach raportowania finansowego. Dzięki tym rozwiązaniom możliwe jest wyeliminowanie konieczności przygotowywania przez przedsiębiorstwa raportów na różne cele – zamiast tego mogą one przygotowywać jeden raport finansowy, który następnie może

²¹ *XBRL coraz powszechniej stosowany w bankowości, podatkach, Corporate Actions oraz na rynku kapitałowym*, 2010, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r.

²² *Policy Statement – eXtensible Business Reporting Language (XBRL) – The impact on accountants and auditors*, FEE, www.fee.be; stan na dzień 03.01.2014 r.

być wykorzystany na różne potrzeby, m.in. sprawozdawczości finansowej, rozliczeń podatkowych, zestawień statystycznych itd.

Pod koniec 2013 roku zielone światło dla elektronicznego formatu sprawozdawczego dały również instytucje Unii Europejskiej. W Dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dn. 22 października 2013 r.²³ stwierdzono, że „ujednolicony elektroniczny format sprawozdawczy byłby bardzo korzystny dla emitentów, inwestorów i właściwych organów, ponieważ uprościłby sprawozdawczość oraz ułatwił dostępność, analizę i porównywalność rocznych sprawozdań finansowych. Dlatego przygotowywanie rocznych sprawozdań finansowych w jednolitym elektronicznym formacie sprawozdawczym powinno być obowiązkowe ze skutkiem od dnia 1 stycznia 2020 r., pod warunkiem że Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych dokona analizy kosztów i korzyści. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych powinien opracować projekt regulacyjnych standardów technicznych do przyjęcia przez Komisję, które określałyby elektroniczny format sprawozdawczy, przy należyтым uwzględnieniu obecnych i przyszłych możliwości technologicznych, takich jak *eXtensible Business Reporting Language* (XBRL).”²⁴

Zgodnie z założeniami dyrektywy, do dnia 1 stycznia 2018 r. powinien zostać uruchomiony portal służący jako europejski elektroniczny punkt dostępu. Za opracowanie i obsługę punktu dostępu jest odpowiedzialny Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, natomiast państwa członkowskie Unii Europejskiej mają zapewnić dostęp do swoich mechanizmów scentralizowanego gromadzenia informacji za pośrednictwem punktu dostępu.

Nie ulega wątpliwości, że przed instytucjami i organami odpowiedzialnymi za funkcjonowanie rynków kapitałowych w państwach europejskich, a także

²³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dn. 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz U. UE L 294/13, <http://eur-lex.europa.eu/>; stan na dzień 03.01.2014 r.).

²⁴ *Ibidem*.

przed przedsiębiorstwami funkcjonującymi na tych rynkach, w najbliższym czasie stoją poważne wyzwania.

Ze strony nadzorców i regulatorów konieczne są m.in. następujące działania:

- stworzenie odpowiedniej infrastruktury XBRL (budowa i aktualizacja taksonomii, wdrażanie i wspieranie odpowiednich rozwiązań technicznych);
- prowadzenie kampanii informacyjnych, objaśniających korzyści przejścia z tradycyjnego raportowania na raportowanie elektroniczne;
- zaangażowanie w akcje edukacyjne i szkoleniowe dotyczące działania XBRL;
- wsparcie i promowanie tych dostawców usług i produktów informatycznych, którzy będą oferować kompleksowe i niedrogie rozwiązania, które mogą ułatwić przedsiębiorstwu przejście na standard XBRL.

Z kolei przedsiębiorstwa muszą poświęcić czas na zrozumienie koncepcji XBRL oraz zainwestować w odpowiednie oprogramowanie i przeszkolenie pracowników.

5. Zakończenie

Wykorzystanie elektronicznego formatu wymiany informacji finansowych jest naturalną konsekwencją postępu technologicznego oraz stosowania coraz nowocześniejszych rozwiązań informatycznych w różnych dziedzinach życia.

Korzyści z implementacji standardu XBRL można rozpatrywać na różnych poziomach i w różnych przekrojach (korzyści w skali mikro, makro, globalne; korzyści dla przedsiębiorstw, inwestorów, analityków, nadzorców giełd, organów skarbowych, instytucji statystycznych itd.).

Zdaniem autorki artykułu, tym co w dłuższej perspektywie czasu prawdopodobnie zadecyduje o coraz szybszym tempie rozpowszechniania się XBRL, będą korzyści na poziomie przedsiębiorstw – nie tylko wynikające z wykorzystania standardu na potrzeby zewnętrznego raportowania, ale także dzięki możliwości wykorzystania go w ramach zarządzania przedsiębiorstwem.

Przedsiębiorstwa, które wdrożyły standard XBRL odnotowują cały szereg pozytywnych skutków jego zastosowania, m.in.: redukcję kosztów generowania sprawozdań finansowych, zmniejszenie kosztów audytu finansowego, usprawnienie procesu audytu, usprawnienie i ułatwienie procesu raportowania

finansowego, zwiększenie wiarygodności i dokładności informacji finansowych²⁵.

Wskazane powyżej korzyści dotyczą przede wszystkim zalet związanych z wykorzystaniem standardu w procesie raportowania zewnętrznego. Jednak w zastosowaniu XBRL tkwi również ogromny potencjał wynikający z możliwości jego wykorzystania w ramach wewnętrznej wymiany informacji w przedsiębiorstwie. XBRL w ogromnym stopniu wspomaga proces tworzenia informacji księgowych, usprawnia przechowywanie, wymianę oraz agregowanie danych księgowych. Dzięki temu informacja wykorzystywana na różnych szczeblach zarządzania przedsiębiorstwem staje się bardziej dokładna, wszechstronna, łatwiej i szybciej dostępna. Badania potwierdzają, że w obszarze wewnętrznego raportowania XBRL sprzyja m.in. ciągłemu i dokładniejszemu monitorowaniu procesów zachodzących w przedsiębiorstwie, ułatwia archiwizację danych, porządkuje oraz zwiększa przejrzystość i zrozumiałość danych (m.in. dzięki ujednoliceniu stosowanej terminologii), usprawnia proces podejmowania decyzji²⁶. W świetle powyższego, nie ulega wątpliwości, że standard XBRL można traktować jako narzędzie wspomagające procesy zarządzania przedsiębiorstwem.

Jednocześnie należy pamiętać, że poziom korzyści osiąganym przez przedsiębiorstwo dzięki implementacji XBRL zależy w dużym stopniu od tego, jaki poziom implementacji standardu zostanie przez to przedsiębiorstwo wybrany. Przedsiębiorstwa mogą bowiem ograniczyć implementację standardu tylko i wyłącznie do zlecenia jednostkom zewnętrznym sporządzenia ich sprawozdania w języku XBRL, bez rozwijania, dostosowywania swojego systemu informacyjnego; mogą też zdecydować się na pełne wdrożenie standardu, dokonując szerokiej przebudowy dotychczasowych rozwiązań i tworząc zintegrowany system raportowania, wykorzystujący rozwiązanie XBRL. Pełny wachlarz korzyści z XBRL jako wsparcia raportowania zewnętrznego i wewnętrznego jest dostępny tylko dla tych jednostek gospodarczych, które wybiorą wariant drugi. Zatem przedsiębiorstwa, które staną przed obowiązkiem stosowania standardu XBRL na potrzeby raportowania zewnętrznego muszą przeprowadzić szczegółową analizę kosztów i korzyści, wynikających z różnych poziomów implementacji XBRL, a następnie podjąć odpowiednią

²⁵ D. Garner, D. Henderson, S. Sheetz, B. Trinkle, *The Different Levels of XBRL Adoption*, Management Accounting Quarterly 2013/14/2, s. 1–10.

²⁶ *Ibidem*.

decyzję co do poziomu zaangażowania w standard. W związku z niedawną decyzją Unii Europejskiej o obowiązku przygotowywania rocznych sprawozdań finansowych w jednolitym elektronicznym formacie sprawozdawczym, przed taką decyzją stanie wkrótce wiele przedsiębiorstw.

Bibliografia

Akty prawne:

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dn. 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz.U. UE L 294/13, <http://eur-lex.europa.eu/>; stan na dzień 03.01.2014 r.).

Opracowania:

Boritz J. E., No W. G., *Assurance Reporting for XBRL: XARL (eXtensible Assurance Reporting Language)*, [w:] *Trust and Data Assurances in Capital Markets: The Role of Technology Solutions*, PricewaterhouseCoopers, 2003.

Garner D., Henderson D., Sheetz S., Trinkle B., *The Different Levels of XBRL Adoption*, *Management Accounting Quarterly* 2013/14/2.

Hamrol M., *XBRL jako powszechny format wymiany i przekazywania informacji*, [w:] Skoczyła W. (red.), *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, SKwP, Warszawa 2009.

Piechocki M., *XBRL – rewolucja techniczna a rachunkowość*, [w:] *Rachunkowość wczoraj, dziś, jutro*, Stow. Księgowych w Polsce, Warszawa 2007.

Tyagi A., *XBRL keeps firms within the SEC guidelines*, *Interactive Business Reporting* 2011/1/1.

Weber R., *XML, XBRL, and The Future of Business and Business Reporting*, [w:] *Trust and Data Assurances in Capital Markets: The Role of Technology Solutions*, PricewaterhouseCoopers, 2003.

Strony internetowe:

Dong Y., Li O. Zhen, Lin Y., Ni Ch., *Information Processing Cost and Stock Return Synchronicity – Evidence from XBRL Adoption*, January 2013, <http://ssrn.com/abstract=2198135>; stan na dzień 20.10.2013 r.

- Interactive Data to Improve Financial Reporting*, SEC Release No. 33-9002, www.sec.gov; stan na dzień 03.01.2014 r.
- Jaką rolę odgrywa XBRL w procesie raportowania?* 2010, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r.
- Li O. Zhen, Lin Y., Ni Ch.**, *Does XBRL adoption reduce the cost of equity capital?*, August 2012, <http://ssrn.com/abstract=2131001>; stan na dzień 20.12.2013 r.
- Policy Statement – eXtensible Business Reporting Language (XBRL) – The impact on accountants and auditors*, FEE, www.fee.be; stan na dzień 03.01.2014 r.
- The IFRS Taxonomy, March 2011, www.iasb.org; stan na dzień 03.01.2014 r.
- Właszek A.**, *Standard XBRL standard lepszej sprawozdawczości*, 2010, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r.
- www.iasb.org; stan na dzień 03.01.2014 r.
- XBRL – elektroniczne sprawozdanie finansowe*, 2010, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r.
- XBRL coraz powszechniej stosowany w bankowości, podatkach, Corporate Actions oraz na rynku kapitałowym*, 2010, www.xbrl-pl.org; ; stan na dzień 03.01.2014 r.
- XBRL w USA – jak można przygotować sprawozdanie*, 2011, www.xbrl-pl.org; stan na dzień 03.01.2014 r.
- xbrl.fasb.org; stan na dzień 03.01.2014 r.

Katarzyna KLIMCZAK

EXTENSIBLE BUSINESS REPORTING LANGUAGE AS A CONCEPT SUPPORTING FINANCIAL REPORTING

(Summary)

The main aim of the article is to present the concept of eXtensible Business Reporting Language (XBRL), to analyze benefits and problems connected with its implementation and to discuss the future of XBRL as a concept supporting financial reporting.

The experience of those countries which decided to take part in XBRL projects indicate that the implementation of XBRL entails many positive effects – it reduces the cost of generating financial reports, improves the efficiency of the financial reporting process, improves the accuracy of financial information, enables businesses to communicate more effectively with financial markets, lowers cost of capital. However, the adoption of XBRL technology involves many challenges – organizations and employees have to be educated about XBRL, businesses have to invest funds to undertake XBRL initiative.

Companies can choose different levels of XBRL adoption (they can outsource XBRL conversion without significantly changing internal information systems or they can fully reorganize their infrastructure and use XBRL for both internal and external purposes).

The range of potential benefits of using XBRL depends on the level of adoption – the higher is the level of adoption the broader range of potential benefits it will entail.

Keywords: the XBRL standard, financial reporting, XBRL taxonomy

Izabela KOŁADKIEWICZ*

DOBRE PRAKTYKI ŁADU KORPORACYJNEGO ORAZ ICH TRANSFER DO TWARDEGO PRAWA. PERSPEKTYWA INTERESARIUSZY POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO

Słowa kluczowe: dobre praktyki ładu korporacyjnego, interesariusze polskiego rynku kapitałowego, komitet audytu

Wprowadzenie

W 2014 roku miną już 22 lata, odkąd pierwszy dokument dobrych praktyk ładu korporacyjnego, w postaci raportu pt.: *Cadbury Committee Report: Financial Aspects of Corporate Governance* (określanego często jako *Cadbury Code*), pojawił się w Europie. Jego stworzenie stanowiło kluczowe wydarzenie w procesie rozpowszechniania się tego typu opracowań nie tylko w Europie, ale też na świecie. W minionych latach stały się one ważnym elementem krajowych systemów nadzoru korporacyjnego w różnych zakątkach globu¹. Istotny udział w procesie rozpowszechniania dobrych praktyk ładu korporacyjnego miały też organizacje międzynarodowe, tj. Bank Światowy, OECD² oraz instytucje Unii Europejskiej³.

* Dr hab., Katedra Przedsiębiorczości, Centrum Studiów Zarządzania, Akademia Leona Koźmińskiego; e-mail: izabela@kozminski.edu.pl

¹ W połowie 2008 r. 64 kraje deklarowały posiadanie kodeksów dobrych praktyk ładu korporacyjnego – za: **R.V. Augilera, A. Cuervo-Cazurra**, *Codes of Good Governance, Corporate Governance, An International Review* 2009/17 (3), s. 378.

² Zasady nadzoru korporacyjnego opracowane przez OECD (1999, 2004), ze względu na uniwersalny charakter zawartych w nich regulacji, są traktowane jako wzorzec dla krajów, które chcą opracować swoje własne zbiory rekomendacji. Zob. **M. Jerzemowska**, *Wybrane międzynarodowe i krajowe regulacje nadzoru korporacyjnego – na przykładzie USA, Wielkiej Brytanii, Niemiec i Japonii*, [w:] **D. Dobija, I. Koładkiewicz** (red.) *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 174 oraz **R.V. Augilera, A. Cuervo-Cazurra**, *Codes...*, s. 377.

³ W 2011 r. Komisja Europejska wydała *Zieloną Księgę* zawierającą *Unijne ramy ładu korporacyjnego*. Celem *Zielonej Księgi* jest „ocena skuteczności obecnych ram ładu korporacyjnego”.

Tworzeniu tego typu zbiorów rekomendacji oraz implementacji do rodzimych systemów nadzoru korporacyjnego przyświeca cel ciągłej poprawy standardów ich działania. Dobre praktyki dostarczają spółkom dobrowolnych narzędzi, których zastosowanie ma na celu eliminację słabości charakterystycznych dla danego systemu nadzoru korporacyjnego. Charakter, zawartych w dobrych praktykach, działań naprawczo-usprawniających dla różnych komponentów systemu nadzoru korporacyjnego determinowany jest charakterystycznym dla danego kraju systemem prawa, systemem finansowym, strukturą własności, kulturą zarządzania oraz sytuacją ekonomiczną⁴. Należy jednak podkreślić, że mimo identyfikowanych różnic pomiędzy kodeksami dobrych praktyk na poziomie zakresu oraz szczegółowości proponowanych rozwiązań, czynnikiem wiążącym je są uniwersalne podstawy nadzoru korporacyjnego: odpowiedzialność spółki wobec akcjonariuszy (w tym ochrona ich praw) oraz jakość działania organu nadzoru spółki. W modelu monistycznym spółki akcyjnej rolę tę pełni rada dyrektorów, natomiast w modelu dualistycznym – rada nadzorcza⁵.

Stosowanie przez spółki dobrych praktyk ma charakter dobrowolny, zgodnie z zasadą: zastosuj albo wyjaśnij, dlaczego nie stosujesz (ang. *comply or explain*). Spółka ma więc możliwość wyboru czy skorzysta, czy nie, z danej dobrej praktyki, ale w przypadku braku stosowania, ciąży na niej obowiązek poinformowania rynku o swojej decyzji, wraz z podaniem jej uzasadnienia. Ta formuła działania ma przede wszystkim na celu zapewnienie wzrostu

nego obowiązujących w europejskich przedsiębiorstwach” za: Komisja Europejska, *Zielona Księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego*, KOM (2011) 164 wersja ostateczna, Bruksela, dnia 5.04.2011 r.

⁴ Zob. np. **R.V. Aguilera, A. Cuervo-Cazurra**, *Codes...*, s. 379.

⁵ **K. Oplustil**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (Corporate Governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 211, 386.

Do podstawowych różnic, jakie występują między tymi radami, należy m.in. ich skład. W skład rady dyrektorów wchodzi dyrektorzy wykonawczy oraz dyrektorzy niewykonawczy (tego typu rada łączy realizację funkcji nadzorczych oraz zarządczych). Rada dyrektorów jest charakterystyczna dla krajów anglosaskich, np. USA czy Wielkiej Brytanii. W skład rady nadzorczej z kolei wchodzi wyłącznie członkowie niewykonawczy, a podstawową jej rolę jest pełnienie funkcji nadzorczych, funkcje zarządcze pełni natomiast zarząd (rozdzielenie funkcji nadzoru od zarządzania). Rady nadzorcze działają m.in. w Niemczech, Austrii oraz w Polsce (zob. np. **Koładkiewicz I.**, *Rady nadzorcze – dobre praktyki ładu korporacyjnego. Doświadczenia polskie i zagraniczne*, Wydawnictwo POLTEXT, Warszawa 2013).

Niezależnie od wskazanych powyżej różnic między radą dyrektorów a radą nadzorczą, do podstawowych funkcji obu tych organów należą funkcje nadzorcze.

przejrzystości spółki dla innych uczestników rynku kapitałowego, a w efekcie końcowym – umożliwiła potencjalnemu inwestorowi podjęcie jak najbardziej świadomej decyzji⁶.

Dobre praktyki należą także do tego typu opracowań, które cały czas ewoluują i podlegają ciągłym zmianom. Często przyjmuje to postać modyfikacji poprzednich rekomendacji oraz dodawanie nowych rozwiązań. Siłą napędową tego procesu jest zmieniająca się konstelacja oraz wpływ czynników wewnętrznych i zewnętrznych. Podobnie zresztą jest ze wszystkimi systemami nadzoru korporacyjnego, które cały czas znajdują się w fazie adaptacji do zmian zachodzących w ich otoczeniu⁷.

Wraz z rozwojem polskiego rynku kapitałowego, potrzeba opracowania rodzimego zbioru dobrych praktyk ładu korporacyjnego została także dostrzeżona. W 2002 roku pojawił się pierwszy tego typu dokument w Polsce, który w kolejnych latach przechodził różne modyfikacje⁸. Wprowadzenie dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego stworzyło także interesujący obszar badań dla polskich badaczy sfery *corporate governance*. Niestety, mimo upływu lat, cieszył się on ich umiarkowanym zainteresowaniem. Przeprowadzone do tej pory badania koncentrowały się głównie na analizie podejścia spółek giełdowych do proponowanych rekomendacji, przyjmując postać analizy oświadczeń spółek o ich stosowaniu oraz na porównaniu zawartości różnych kodeksów dobrych praktyk ładu korporacyjnego⁹.

⁶ M. Jerzemowska, *Wybrane...*, s. 176.

⁷ M. Davies, B. Schlitzer, *The impracticality of an international "one size fits all" corporate governance code of best practice*, *Managerial Auditing Journal* 2008/23/6, s. 539.

⁸ W 2002 r. GPW przyjęła pierwszą wersję dokumentu dobrych praktyk ładu korporacyjnego pt.: *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2002*. W 2005 r. miała miejsce pierwsza modyfikacja zasad; druga wersja dokumentu została opublikowana jako: *Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005*. W 2008 r. została przyjęta trzecia wersja dokumentu pt.: *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (DPSN)*, która – w porównaniu do dwóch pierwszych zbiorów – przeszła znaczące modyfikacje zawartych w niej rekomendacji. Kolejne aktualizacje DPSN miały miejsce w latach: 2010, 2011, 2012.

⁹ Zob. np. K. Campbel, M. Jerzemowska, K. Najman, *Wstępna analiza przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego przez spółki notowane na GPW w Warszawie w 2005 r.*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wyd. UŁ, Łódź 2006 oraz Kołodkiewicz I., *Instytucja niezależnego członka rady w kodeksach nadzoru korporacyjnego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, *Organizacja i Kierowanie* 2010/4 (142), s. 49–65.

Metodyka badań

Celem prezentowanego artykułu jest ocena dotychczasowych doświadczeń dotyczących stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego na polskim rynku kapitałowym, w tym ocena procesu transferu dobrej praktyki rekomendującej tworzenie komitetu audytu w radzie nadzorczej do twardego prawa (2009) oraz weryfikacja tego procesu w praktyce życia (2010–2012).

O unikalności przeprowadzonych badań decyduje fakt, że do tej pory większość analiz w tym zakresie koncentrowała się na poznaniu opinii członków rad nadzorczych oraz zarządów spółek notowanych na GPW na temat dobrych praktyk. Natomiast badania przeprowadzone pod koniec 2009 roku miały na celu poznanie opinii przedstawicieli instytucji rynku kapitałowego, tj. Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Komisji Nadzoru Finansowego, Polskiego Instytutu Dyrektorów, Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych. W badaniu wzięli również udział przedstawiciele środowiska audytorów, zawodowych członków rad nadzorczych oraz niezależni eksperci rynku kapitałowego. W badaniach uczestniczyło w sumie 12 respondentów, którzy stworzyli swoisty panel ekspertów. Tabela 1 prezentuje podstawowe charakterystyki uczestników badań. Ze względu jednak na konieczność zachowania anonimowości badanych – dane o nich ograniczają się do wskazania instytucji, w której byli zatrudnieni w czasie prowadzenia badań oraz jakie stanowisko wtedy zajmowali.

Badani respondenci zostali zakodowani jako [Rx] gdzie x jest liczbą. Przyjęty symbol kodu pojawia się przy każdej przywoływanej w pracy wypowiedzi danego respondenta, wraz z informacją o instytucji, w której był wtedy zatrudniony.

Narzędziem badawczym, wykorzystanym w badaniu, był częściowo ustrukturyzowany kwestionariusz wywiadu. Kwestionariusz wywiadu obejmował pytania, które miały na celu pozyskanie informacji umożliwiających:

- ocenę praktyki stosowania przez spółki giełdowe dobrych praktyk ładu korporacyjnego,
- wskazanie wyzwań i słabości związanych z procesem transferu dobrej praktyki rekomendującej tworzenie komitetu audytu w radzie nadzorczej do twardego prawa (2009).

Czas trwania wywiadu wynosił średnio około 1 godziny.

TABELA 1: Podstawowe charakterystyki uczestników badań

[R]	Instytucja lub zawód	Stanowisko
R1	Komitet Nadzoru Finansowego	dyrektorskie
R2	Giełda Papierów Wartościowych	zarządca – współtwórca GPW
R3	Stowarzyszenie Inwestorów Instytucjonalnych (SII)	zarządca
R4	Zawodowy członek rady nadzorczej	–
R5	Giełda Papierów Wartościowych	dyrektorskie
R6	Giełda Papierów Wartościowych	specjalisty
R7	Niezależny ekspert rynku kapitałowego	–
R8	Firma audytorska	zarządca
R9	Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych (SEG)	zarządca
R10	Firma audytorska	zarządca
R11	Polski Instytut Dyrektorów	zarządca
R12	Giełda Papierów Wartościowych	zarządca – współtwórca GPW

Źródło: oprac. własne na podst. danych metryczkowych.

Na zakończenie należy podkreślić, że ze względu na jakościowy charakter badań, a przede wszystkim – wielkość badanej próby, dokonywane uogólnienia odnoszą się tylko do doświadczeń i opinii badanych respondentów.

Praktyka stosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki notowane na GPW w Warszawie – ocena ekspertów

Oceniając dotychczasową praktykę stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego w polskich uwarunkowaniach, uczestniczący w badaniu eksperci – reprezentujący różne instytucje i środowiska rynku kapitałowego – wyrażali się raczej krytycznie na ten temat. Na przykład przedstawiciel Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych (SII) [R3] ich stosowanie przez spółki ocenił „bez euforii”, a jeden z biorących udział w badaniu przedstawicieli środowiska audytorów [R8] – wręcz jako słabe. Warto jednak dodać, że oceny pozytywne także się pojawiały. U podstaw tych ostatnich leżało m.in. przekonanie, że wśród spółek giełdowych „jest już coraz większa świadomość o tym, że te dobre praktyki tak naprawdę służą im” – taką opinię wyraził na przykład drugi

z uczestniczących w badaniu przedstawicieli audytorów [R10]. Uzasadniając swoje zdanie, stwierdził m.in., że „[...] spółki przywiązują coraz większą wagę do prezentacji tego [podejścia do dobrych praktyk – wszystkie przyp. I. K.] na zewnątrz. Ja myślę, że do większości spółek dotarło już to, że stosując ten kodeks dobrych praktyk, jesteś bardziej wiarygodny. I tutaj to już jest moim zdaniem coraz lepiej”.

Jeżeli zaś chodzi o uzasadnienie ocen krytycznych, to za jedną z podstawowych ich przyczyn należy uznać pasywną postawę spółek, wyrażającą się w formule „odhaczania”, czyli deklaracji stosowania, nie zawsze pokrywającej się z praktyką. Spółkom giełdowym badani respondenci zarzucali m.in. brak chęci głębszego zastanowienia się nad rozwiązaniami zawartymi w dobrych praktykach i skrojenia ich do swoich potrzeb. Zarzuty te były podnoszone szczególnie wobec mniejszych, prywatnych spółek. Taka postawa, zdaniem respondenta [R12] – jednego ze współtwórców GPW, była przede wszystkim charakterystyczna dla małych i średnich spółek. Podobnego zdania był respondent [R3] – przedstawiciel SII, który twierdził, że „[...] świadomość właścicieli, bardzo często w spółkach mniejszych, prywatnych, jakby charakteru, specyfiki, czym jest i czym powinno być stosowanie się do tych zasad [ładu korporacyjnego] było mizerne, albo tak naprawdę to była karykatura tego”. Zdaniem zaś respondenta [R6] – ówczesnego reprezentanta GPW – wśród spółek giełdowych, aczkolwiek były to sporadyczne przypadki, były również obecne spółki, które „[...] udają, że nie mają zrozumienia dla dobrych praktyk”. Może ono wynikać „[...] z lenistwa, czy [...] z jakiegoś może szerszego ich [spółek] światopoglądu, że nie lubią stawiać się pod jakąś jurysdykcją, nie chcą «wsadzać się» w jakiś reżim, który będzie powodował, że ktoś ich rozliczy w przyszłości z tego, że obiecali coś inwestorom, a tego nie robią” [R6].

Innym jeszcze, dostrzeganym przez uczestników badań, przejawem pasywności spółek w zakresie stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego było przyjmowanie przez spółki postaw markujących. Najczęściej wyrażało się to poprzez stosowanie funkcji „kopiuj” oraz „wklej” w przygotowaniu dokumentów raportujących stosowanie zasad dobrych praktyk w spółce. O takich działaniach wspominał m.in. ówczesny przedstawiciel GPW [R5] „[...] Nieraz ludzie mówią oficjalnie na konferencjach; [...]: «napisałem, jakiś raport, na jakieś właśnie *corporate governance*, później patrzę – cudowne rozmnożenie, gdzie spojrzę w jakąś spółkę – moje słowa, moje podsumowanie, mój raport, a nikt mnie o przeniesienie praw autorskich nie pytał”. Zdaniem ówczesnych

przedstawiciele GPW przepisywanie przez spółki raportów nie miało charakteru pojedynczego wydarzenia, ale raczej charakter procedury, który „[...] u nas w sposób paskudny kwitnie” [R5].

Jeden z respondentów – niezależny ekspert rynku kapitałowego [R7] – tego typu aktywność spółek podsumował tak: „[...] spółki kombinują – jak by tu powiedzieć, że stosują, ale nie stosować; bo po prostu powiedzenie wprost, że się nie stosuje, dyskwalifikuje spółkę”; bowiem „[...] w tej chwili, to już jest po prostu wstyd powiedzieć, że się nie stosuje zasad. Taka spółka jest od razu napiętnowana”.

Przedstawiciel Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych (SII) [R3] niejednokrotnie stykał się z traktowaniem dobrych praktyk ładu korporacyjnego w zależności od potrzeb i sytuacji spółki. Niby spółka deklaruje, że je stosuje, ale gdy pojawia się sytuacja trudna, na przykład konflikt z akcjonariuszami mniejszościowymi, to zasady te „zawiesza na kołku”. Na potwierdzenie tego typu zachowań respondent [R3] zacytował „[...] słowa jednego z prezesów spółek mniejszych, który w sytuacji, kiedy inwestorzy mniejszościowi zgłaszali jakieś problemy w spółce, wnioskowali o pewne zmiany, przekładało się to na udział w walnym zgromadzeniu, powiedział, że «teraz jest czas wojny, a więc kodeks dobrych praktyk chowamy do szuflady»” [R3].

Podejmowanie przez spółki giełdowe działań ukierunkowanych na sprawianie wrażenia stosowania dobrych praktyk, zdaniem przedstawiciela SII [R3], „budzi wśród inwestorów podwójną frustrację, bo człowiek czuje się [...] oszukany podwójnie. Nie dosyć, że jest coś dobrowolnego, ponad obowiązujące normy, a później okazuje się, że to było wszystko tylko fasadowe”.

Interesującym głosem w dyskusji, poświęconej identyfikacji przyczyn krytycznych ocen na temat stosowania zasad ładu korporacyjnego przez obecne na warszawskim parkiecie spółki, była wypowiedź przedstawiciela Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych (SEG) – instytucji reprezentującej interesy spółek giełdowych. Respondent związany z SEG [R9], oceniając realizację rekomendacji dobrych praktyk na „poziomie średnim”, stwierdził m.in., że „[...] te wymogi [zasady dobrych praktyk] nie były właściwie wdrożone. I nie chciałbym, żeby ewentualne słabe przestrzeganie tych zaleceń przez spółki zrzucać na barki samych spółek, czy ich niechęci do przestrzegania tych zasad. Wdrożenie tych zasad nastąpiło w sposób niewłaściwy, nie były one właściwie przekonsultowane, czy też inaczej – nawet może i były konsultowane, ale nie

zostały uwzględnione oczywiste wręcz uwagi i to powodowało pewnego rodzaju niechęć, czy wręcz niemożność przestrzegania części z nich [przez spółki]”.

Ponadto niestosowanie rekomendacji dobrych praktyk przez spółki notowane na warszawskim parkiecie respondent ten tłumaczył także ich wielkością „[...] to są spółki mniejsze niż zagranicą i dla nich jest to wszystko relatywnie droższe. I też relatywnie mniej potrzebne, bo inaczej wygląda komitet audytu w dużym holdingu, a inaczej w spółce, którą i tak rada nadzorcza kontroluje bez jakiś dodatkowych wymogów” [R9].

Komitet audytu – oczekiwania ekspertów (2009) a obecna praktyka (2013)

Czas realizacji badań, tj. koniec 2009 roku, stworzył możliwość poznania oczekiwań badanych ekspertów rynku kapitałowego, związanych z transferem dobrej praktyki, tj. rekomendacji zalecającej tworzenie komitetu audytu w radzie nadzorczej, do twardego prawa. W grudniu 2009 r. weszły w życie regulacje zawarte w ustawie z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (dalej: Ustawa), wprowadzające do rad spółek giełdowych komitety audytu¹⁰. Do tego czasu jego tworzenie w radzie, na zasadzie dobrowolności, zalecały druga i trzecia wersja zbiorów rekomendacji dobrych praktyk. W poniższym punkcie zostaną zaprezentowane szanse i zagrożenia dostrzegane w tym obszarze przez badanych respondentów. Celem zaś dopełnienia obrazu – jak te oczekiwania i przewidywania zweryfikowała praktyka życia – zawiera on także podsumowanie dotychczasowych doświadczeń komitetu audytu w polskich uwarunkowaniach, tj. w latach 2010–2012¹¹.

¹⁰ A. Piaszczyk, *Komitet audytu jako nowa forma nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź 2012, s. 316–318.

¹¹ Zob. np. I. Koładkiewicz, *Audit Committees in Polish Supervisory Boards: Common Practice and New Challenges* [w:] S. Boubaker, D.K. Nguyen (eds), *Corporate Governance in Emerging Markets*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2014 (w druku).

Komitet audytu – (2009) oczekiwania interesariuszy rynku kapitałowego, dotyczące wejścia komitetu audytu do twardego prawa

Charakteryzując ówczesny stan posiadania przez rady nadzorcze spółek giełdowych komitetów audytu, przedstawiciel SII [R3] wskazał na ich obecność przede wszystkim w dużych podmiotach, co określił jako „[...] takie wąskie grono, jest parę wysepek szczęśliwości, jednak na całym morzu przeciętności i bierności”. Podobną opinię wygłosił respondent [R12] – jeden z twórców GPW, wskazując, że „[...] większość spółek chyba musi dopiero powołać [...] komitet audytu”. Z kolei respondent z Polskiego Instytutu Dyrektorów (PID) [R11] doprecyzował ten podział: „[...] są banki i jest reszta. [...] w każdym banku giełdowym jest silny komitet audytu. Natomiast w większości spółek to on nie jest i przez najbliższe 10 lat to będzie parawan, za którym ktoś tam będzie próbował się przebijać”.

Ocena ówczesnego tempa tworzenia komitetów audytu i praktyki ich działania w 2009 roku była wśród badanych respondentów raczej krytyczna – „generalnie tworzenie komitetów idzie z oporami” [R11] i pozycjonująca je raczej na podejmowaniu prób działania, a nie rzetelnym działaniu. Tego zdania był np. respondent [R12], który powiedział wprost: „Tam, gdzie te komitety są, no to one mniej więcej próbują”.

Z powyższych opinii wynika, że w momencie włączenia rekomendacji zalecającej tworzenie komitetu audytu w radzie do twardego prawa, zasób doświadczeń rad spółek giełdowych z nim związanych był raczej niewielki. Mimo to, jeden z respondentów [R4] – reprezentant nowego zawodu w polskich uwarunkowaniach, tj. zawodowy członek rady nadzorczej – dość optymistycznie stwierdził, że „Dzisiaj już nie ma takich dyskusji, czy komitety są potrzebne czy nie, tylko dyskusja jest, jak wypełnić ich funkcjonowanie treścią. Tak, że idziemy w dobrym kierunku”. Przedstawiciel KNF [R1] podkreślił jednak, że potrzeba tworzenia komitetu audytu nie wynika tylko z faktu, że jest „[...] wymóg ustawowy, ale [z tego], że rzeczywiście prezentacja rachunkowa różnych instrumentów jest coraz bardziej skomplikowana, trudna. Trzeba nie tylko biegle znać polskie zasady rachunkowości, MSR-y; więc tu się rzeczywiście chyba coś zmienia na lepsze. [Ale] [...] to wszystko jest jeszcze dość nowe”. W jego opinii „[...] wzrost aktywności komitetów i praktyka działania rady nadzorczej to jest też pochodna tego, jak rozwinięty jest rynek” [R1]. Dlatego też ważne jest wzbudzenie wśród odbiorców danych regulacji świadomości ich

znaczenia, bez niej wdrożenie przepisów może być niewystarczające. Oceniając zaś jej poziom w odniesieniu do komitetu audytu w polskich uwarunkowaniach, respondent [R1] stwierdził, że „[...] się [ona] dopiero budzi”.

Warto w tym miejscu dodać, że opinie badanych respondentów dotyczące rozwiązań prawnych zawartych w Ustawie o biegłych rewidentach były w sumie dość krytyczne¹². Zdaniem przedstawiciela Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych (SEG) [R9], „[...] obecne regulacje po prostu utrudniają formowanie komitetów audytu, co z jednej strony na rynku krajowym utrudnia funkcjonowanie spółek, bo jeśli chcą mieć komitet, to muszą spełnić dodatkowe jakieś wymogi, zupełnie niepotrzebne po prostu, a z drugiej strony, na forum międzynarodowym porównanie: oznacza to, że jest źle, bo my mamy mniej komitetów audytu i ktoś może prosty wysnuć wniosek, że jest u nas gorzej, co moim zdaniem byłoby nieprawdą”.

Przepisem, który wzbudził sporo kontrowersji wśród badanych, była regulacja określająca warunki powołania komitetu audytu w radzie. Podstawową determinantą jego utworzenia jest wielkość rady, z liczbą progową 5 członków. W sytuacji, gdy w jej skład nie wchodzi więcej niż 5 członków, zadania komitetu audytu mogą zostać powierzone samej radzie (Art. 86.3 Ustawy). Zdaniem jednego z badanych audytorów [R10] „[...] przyjęcie założenia, że jeżeli rada nadzorcza nie przekracza pięciu członków, to komitet audytu to jest cała rada nadzorcza, to mi jakoś tak rozplynnia [!] funkcjonowanie tego komitetu audytu – bo jak wszyscy, to nikt”. Z kolei jeden z badanych współtwórców GPW [R12] wskazał na pewne zagrożenie wynikające z przyjęcia obowiązku tworzenia komitetu rady, gdy w jej skład będzie wchodziło więcej niż 5 członków. Według niego „[...] wiele spółek, o ile nie większość, będzie miała 5 członków rady i nie będzie miała obowiązku [stworzenia] komitetu audytu”.

Wśród badanych respondentów pojawiły się również głosy broniące pięcioosobowych rad, które nie będą tworzyć komitetu audytu. Zdaniem przed-

¹² Do regulacji zawartych w Ustawie, które wzbudziły dużą dyskusję wśród interesariuszy rynku kapitałowego, należały m.in.: kryteria niezależności członka rady, wymóg posiadania przez przynajmniej jednego członka komitetu audytu kwalifikacji w dziedzinie rachunkowości i rewizji finansowej oraz brak wymogu w postaci ustawowego obowiązku – obecności w radzie kwalifikacji w dziedzinie rachunkowości i rewizji finansowej w przypadku podjęcia przez radę decyzji o niepowoływaniu komitetu audytu, i przekazanie jego zadań całej radzie. Zob. Wspólne stanowisko Polskiego Instytutu Dyrektorów, Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych oraz ACCA z dn. 11 marca 2011 r.

stawiciela SEG [R9] „jeśli rada jest pięcioosobowa i nie ma komitetu, to nie znaczy, że nie realizuje tych zadań, to wręcz przeciwnie, można powiedzieć, to wzmacnia nadzór korporacyjny, bo to cała rada jest odpowiedzialna, a nie 3 osoby z komitetu”. W swojej wypowiedzi podkreślił także, że utworzenie komitetów audytu powinno odpowiadać potrzebom spółek i „[...] jeśli spółki [ich] nie tworzą, to nie oznacza, że nie tworzą, bo nie chcą, tylko, że po prostu nie ma to sensu w takich realiach”.

Badani przedstawiciele rynku kapitałowego byli też świadomi, że samo utworzenie komitetu w radzie nie przełoży się samoistnie na jakość pracy rady. Z jednej strony, decyduje o tym typowe ludzkie zachowanie „[...] z czyichś rad człowiek korzysta, jeżeli chce z nich korzystać. A jeżeli nie chce z nich korzystać, no to komitet nie wymusi lepszej praktyki” [R1]. Z drugiej natomiast strony, wymaga to działań na rzecz racjonalnego budowania zakresu obowiązków komitetów audytu, a to „[...] z czasem spowoduje konieczność powoływania do rady osób, które są przygotowane merytorycznie, tylko że im trzeba będzie płacić” [R11].

Rola komitetu audytu w radzie oraz czynniki warunkujące skuteczność jego działania

Mimo praktycznie braku doświadczeń w zakresie funkcjonowania komitetu audytu w radach nadzorczych spółek notowanych na warszawskim parkiecie w momencie prowadzenia badań, uczestniczący w nich eksperci postrzegali go jednak jako mechanizm usprawniający pracę rady nadzorczej, która wszak „[...] kolegalnie podejmuje swoje decyzje” [R4]. Podkreślana też była przez nich zadaniowość działania komitetów audytu, „[...] które [...] konkretne rzeczy przygotowują. I to zdecydowanie poprawia współpracę” [R4]. Ponadto praca w małej grupie, w której każdy jej członek robi to, co umie najlepiej, wykorzystując też maksymalnie [...] swój czas, przekłada się na proces decyzji rady. Cała rada nie musi już wtedy wchodzić głęboko w szczegóły, tylko dyskutuje zaproponowane przez komitet rozwiązania. Zdaniem respondenta [R7] – niezależnego eksperta rynku kapitałowego – rada nadzorcza działa bardziej efektywnie, gdy „[...] projekt decyzji się przedyskutuje w naprawdę wąskim gronie”. Dzięki temu „[...] posiedzenia rady nadzorczej potem nie trwają kilkanaście godzin, tylko wystarczą 3–4 godziny i [...] cały porządek obrad [jest] załatwiony. Bo do nich już wszystko jest przygotowane” [R7].

Jeden z badanych respondentów – współtwórca warszawskiego parkietu [R2], na podstawie swoich własnych doświadczeń jako członka zarządu, podniósł jeszcze kwestię pełnienia przez komitet audytu roli źródła wiedzy przydatnej dla zarządu: „[...] Ja miałem to szczęście, że miałem fachowców [...] w moim Komitecie Audytu, [...] dzięki nim się dużo nauczyłem, bo rzeczywiście to było takie życzliwe krytykowanie”. Warto od razu podkreślić, że aby komitet audytu mógł pełnić taką rolę, to jego członkowie muszą mieć adekwatną do zadań komitetu ekspercką wiedzę.

Badani eksperci rynku kapitałowego dostrzegali również potencjalne niebezpieczeństwa, wynikające z obecności tego typu roboczej grupy w radzie. Dostrzegał je m.in. przedstawiciel SEG [R9], wskazując, że „[...] utworzenie komitetu audytu w jakimś sensie spycha odpowiedzialność z części członków rady. I, paradoksalnie, może dojść do tego, że oni [pozostali członkowie rady] nie będą tak bardzo zainteresowani drażnieniem prawdy”. Z kolei jeden z badanych audytorów obawiał się, aby komitet audytu „[...] nie był tylko organem takim wskazującym – [...] tylko żeby rzeczywiście w wyniku tych wskazań, tego nadzoru, pojawiała się poprawa w spółce; oczywiście w tych obszarach, za które jest odpowiedzialny komitet audytu” (czyli w takich sferach jak: sprawozdawczość finansowa, audyt wewnętrzny, kontrola wewnętrzna, zarządzanie ryzykiem oraz współpraca z audytorem zewnętrznym).

Przedstawiciel SEG [R9] wyraził dodatkowo obawę, że obecność w radzie komitetu audytu może wymagać poniesienia przez spółkę dodatkowych kosztów na rzecz „[...] stworzenia odpowiednich struktur na potrzeby tych członków rady, którzy będą [w nim zasiadać] [...]”. I może być tak, że utworzenie takich komitetów może powodować przerost tej biurokracji czy kontroli po to, żeby zapewnić, że na pewno wszystko było tak, jak trzeba, i że nadrzędną funkcją spółki jest spełnienie wymogów komitetów audytu, a nie prowadzenie biznesu.”

W swoich wypowiedziach badani eksperci podjęli też próbę identyfikacji potencjalnych czynników odpowiedzialnych za skuteczność działania komitetu audytu. Na pierwszym miejscu znalazł się oczywiście jego skład. Czynnikiem zaś decydującym o jego jakości jest fachowość osób go tworzących. O fachowości tej – zdaniem respondenta [R1] – decyduje z kolei „[...] wykształcenie, doświadczenie zawodowe, świadomość, a nawet wiek [...] nie jest bez znaczenia”.

Innym czynnikiem skuteczności komitetu, który przewijał się w wypowiedziach badanych była chęć zaangażowania się jego członków w prace

tego ciała. Do komitetu należy powołać nie tylko ludzi kompetentnych, ale też takich „[...] którzy będą chcieli działać, czyli pracować, a nie traktować to jako dodatkowe utrudnienie” [R2].

Co ciekawe, wśród zebranych opinii na temat pożądanego składu komitetu audytu praktycznie nie było wypowiedzi podnoszących kwestię niezależności członków komitetu. Tylko jeden z badanych – [R12] – współtwórca warszawskiej giełdy, obok ww. czynników warunkujących aktywność komitetu audytu, tj. profesjonalizmu i aktywności jego członków, dodał także ich niezależność.

Często natomiast w opiniach respondentów, dotyczących czynników warunkujących skuteczność działania komitetu audytu, była podnoszona potrzeba dodatkowego wynagrodzenia członków za ich pracę w tym komitecie. Badani uzasadniali ją m.in. tak:

- [R8] „[...] komitet audytu powinien mieć stałe wynagrodzenie, odpowiednio większe od innych członków, bo bierze większe ryzyko [...]. A drugi element – jeżeli komitet audytu chce zrobić dobrą robotę, taką, jaką powinien zrobić w moim rozumieniu, to musi to robić między posiedzeniami. I trzeba zapłacić za czas między posiedzeniami, związany z opracowaniem analiz.”;
- [R9] „[...] członek komitetu audytu powinien, po pierwsze, dostawać więcej pieniędzy [...]. Uważam, że byłoby czymś gorszym, gdyby za pracę w komitetach nie było dodatkowego wynagrodzenia, bo wtedy nie ma uzasadnienia, żeby ktoś dodatkową pracę [i] odpowiedzialność na siebie brał.”;
- [R12] „[...] za działania komitetu trzeba dodatkowo płacić. Bardzo często robota w komitecie to jest drugi raz to samo [!], co robota w radzie.”.

Do potencjalnej listy czynników decydujących o dobrej działalności komitetu audytu niezależny ekspert rynku kapitałowego [R7] dodał jeszcze ściśłą współpracę komitetu z zarządem. Warto w tym miejscu przypomnieć, że korzyści z tej współpracy są obustronne, gdyż dobry przepływ informacji od zarządu do rady, i tym samym do komitetu, ułatwia ich pracę. Z kolei, jak już sygnalizował powyżej respondent [R2], zarząd, dzięki tej współpracy, może także poszerzyć swoją wiedzę. Podstawowymi jednak warunkami obustronnej korzyści są: profesjonalizm oraz aktywność członków komitetu audytu.

Komitet audytu – (2013) podsumowanie pierwszych lat doświadczeń

W grudniu 2013 r. minęły już cztery lata, odkąd dobra praktyka, zalecająca stworzenie w radzie nadzorczej komitetu audytu, została zaimplementowana do twardego prawa w ramach Ustawy o biegłych rewidentach. Analiza zgromadzonego w tym czasie zbioru doświadczeń komitetów audytu, które zostały powołane w radach nadzorczych spółek giełdowych, pozwala odpowiedzieć na pytanie: czy przedstawione powyżej oczekiwania i obawy badanych w 2009 roku ekspertów rynku kapitałowego, dotyczące funkcjonowania tego ciała, zostały potwierdzone w praktyce?

Przeprowadzona na koniec 2012 roku analiza obecności komitetu audytu we wszystkich radach spółek notowanych na GPW w Warszawie ujawniła, że był on obecny jedynie w 41% rad¹³. Tym samym potwierdziła się wyrażona w 2009 roku opinia jednego z badanych respondentów [R11], że tworzenie tego typu komitetu będzie szło raczej z oporami.

W 2012 roku komitet audytu w radach nadzorczych był charakterystyczny przede wszystkim dla dużych spółek. Praktycznie był on obecny we wszystkich radach największych pod względem kapitalizacji spółek tworzących WIG20 (95%); tylko jedna rada spółki z WIG20 go nie utworzyła. Otrzymane wyniki badań ujawniły również, że wraz ze zmniejszaniem się wielkości spółek, zainteresowanie rad tworzeniem komitetu audytu zdecydowanie słabło; i tak 72% rad spółek z WIG40 powołało komitet audytu; w radach spółek z WIG 80 był on obecny jedynie w 52% rad, a tylko 37% rad ze spółek pozostających poza wskazanymi indeksami zdecydowało się na ten krok¹⁴.

Jednym z wytłumaczeń tego zjawiska może być fakt, że rady spółek notowanych na GPW w Warszawie nie są zbyt liczne. Z przeprowadzonych przez L. Bohdanowicza badań wynika, że w skład rad nadzorczych spółek niefinansowych, notowanych na warszawskim parkiecie w latach 2005–2008, wchodziło średnio 5,79 członków¹⁵. W praktyce oznacza to, że wśród rad tych spółek dominowały pięcioosobowe rady, które wraz z wejściem Ustawy o biegłych

¹³ K. Szuldrzyński, I. Koładkiewicz, T. Magda, *Rady nadzorcze 2013. Skuteczność rad nadzorczych w spółkach publicznych notowanych na GPW badanie 2011–2012*, PwC i AMROP, Warszawa 2013, s. 23.

¹⁴ *Ibidem*, s. 23.

¹⁵ L. Bohdanowicz, *Obecność kobiet w organach statutowych polskich spółek publicznych: Perspektywa teorii instytucjonalnej oraz teorii zasobowej*, *Master of Business and Administration (MBA)*, 2011/2 (112), s. 79.

rewidentach przejęły na swoje barki funkcje i zadania komitetu audytu. Oznacza to tym samym, że zgłaszane przez badanych w 2009 roku respondentów obawy, dotyczące przewagi wśród rad nadzorczych spółek giełdowych pięcioosobowych rad, które zgodnie z Ustawą nie muszą tworzyć komitetu audytu, również zostały potwierdzone przez praktykę życia. W 59% rad spółek notowanych na GPW w 2012 roku komitet ten nie został utworzony, czyli w spółkach tych całe – pięcioosobowe – rady pełniły funkcje komitetu audytu¹⁶. Należy jednak podkreślić, że obecnie niepowołanie komitetu audytu w radzie zaczyna być postrzegane przez uczestników rynku kapitałowego, w tym przez same rady nadzorcze, jako istotny czynnik ryzyka¹⁷. Decyduje o tym fakt, że regulacje zawarte w Ustawie nie nakładają na pięcioosobowe rady ustawowego obowiązku – obecności w radzie kwalifikacji w dziedzinie rachunkowości i rewizji finansowej w przypadku podjęcia przez radę decyzji o niepowołaniu komitetu audytu, i przekazaniu jego zadań całej radzie. Wymóg ten pojawia się tylko w odniesieniu do komitetu audytu¹⁸. Wspomniane zaś powyżej ryzyko może wynikać z faktu, że w radzie, realizującej zadania komitetu audytu, nie będzie osób z wiedzą i doświadczeniem pozwalającymi na skuteczną ich realizację¹⁹.

Na koniec warto jeszcze dodać, jak dotychczasowa praktyka działania rad nadzorczych spółek giełdowych zweryfikowała przydatność, stworzonej przez badanych w 2009 roku ekspertów rynku kapitałowego, listy czynników determinujących skuteczność działania komitetu audytu. Do dwóch najważniejszych czynników, które znalazły się na niej, można bez wątplenia zaliczyć skład komitetu, zapewniający mu ekspercką wiedzę z zakresu finansów i rachunkowości oraz konieczność odpowiedniego wynagradzania jego członków.

Niestety, w radach nadzorczych spółek giełdowych wciąż obserwowany jest brak specjalistów z odpowiednimi kompetencjami i doświadczeniem w obszarze rachunkowości, kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, którzy mogliby zasilić zespół komitetu audytu²⁰. Nie sprzyja to tym samym

¹⁶ K. Szuldrzyński, I. Koładkiewicz, T. Magda, *Rady nadzorcze 2013...*, s. 23.

¹⁷ Deloitte, Komisja Nadzoru Finansowego, Polski Instytut Dyrektorów, *Raport: Współczesna rada nadzorcza 2012. Praktyka ładu korporacyjnego w Polsce*, Deloitte Polska, 2012, s. 12.

¹⁸ K. Szuldrzyński, P. Spiechowicz, *Komitety audytu w Polsce w 2010 roku. Badanie spółek publicznych notowanych na GPW*, PwC, SEG, PID i KomitetAudytu.pl, Warszawa 2010, s. 5.

¹⁹ K. Szuldrzyński, I. Koładkiewicz, T. Magda, *Rady nadzorcze 2013...*, s. 24.

²⁰ K. Szuldrzyński, P. Spiechowicz, *Komitety audytu w Polsce w 2010...*, s. 26–27; eidem, *Komitety audytu w Polsce w roku 2011. Badanie spółek publicznych notowanych na GPW*, PwC, SEG, PID, KomitetAudytu.pl, Warszawa 2012, s. 5, 33.

podnoszeniu jakości pracy samego komitetu, jak również pod znakiem za-
pytania stawia możliwość skutecznej realizacji zadań komitetu przez całą
pięcioosobową radę.

Jeżeli zaś chodzi o dodatkowe wynagrodzenie członków komitetu audytu za
ich pracę w nim, to wyniki badań wskazują, że większość członków komitetu
audytu w Polsce nie jest za nią dodatkowo wynagradzana²¹. Istniejący stan
rzeczy może tym samym stanowić ważną przeszkodę w procesie pozyskiwania
doświadczonych specjalistów w zakresie finansów i rachunkowości do rad
i zarazem do pełnienia funkcji członka komitetu audytu.

Podsumowanie

Przedstawione powyżej opinie badanych ekspertów rynku kapitałowego,
dotyczące oceny stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego przez spółki
notowane na GPW, stanowią ciekawy głos w toczącej się na ten temat dyskusji.
O jego wadze decyduje to, że w dużej mierze ww. zagadnienia były badane
z perspektywy spółek, a stosunkowo rzadko w tych badaniach pojawiała się
perspektywa i potrzeby innych uczestników rynku kapitałowego.

Pierwsza konstatacja, jaka nasuwa się na podstawie analizy poglądów
ekspertów uczestniczących w badaniach, ujawnia potrzebę opracowywania
zbiorów dobrych praktyk ładu korporacyjnego w polskich uwarunkowaniach.
Obserwacja praktyk działania rodzimych spółek giełdowych prowadzi do
wniosku, iż eksperci słusznie dostrzegali wiele słabości związanych z za-
stosowaniem tych rekomendacji. Aktywność i sposób działania spółek w tej
sferze były raczej dalekie od oczekiwań respondentów. Za podstawową słabość
postrzegali oni traktowanie dobrych praktyk przez spółki jako wymysł GPW
i pewną formalność, którą należy wypełnić. Spółki giełdowe, zdaniem eksper-
tów, cechowała niechęć do głębszego wejścia w tę problematykę, wyrażająca
się m.in. brakiem namysłu, jakie korzyści mogą one wynieść ze stosowania
rekomendacji ładu korporacyjnego. Niechęć ta przejawiała się m.in. w mar-
kujących działaniach części spółek, tj. informowaniu rynku o stosowaniu
rekomendacji (co nie zawsze było zgodne z prawdą), jak również w formule

²¹ **Eidem**, *Komitety audytu w Polsce w roku 2011...*, s. 5, 33.

przygotowywania raportów o stosowaniu zasad, przyjmującej postać kopiowania raportów innych spółek, a nie tworzeniu własnych.

W zbiorze zgromadzonych opinii, oprócz tych krytycznie oceniających sposób stosowania rekomendacji dobrych praktyk ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe, pojawiły się także głosy broniące. Wyjaśniały one ówczesny stan rzeczy nieuwzględnieniem w dobrych praktykach artykułowanych przez spółki wątpliwości i uwag, jak również różnicą wielkości polskich spółek, w porównaniu ze spółkami giełdowymi z rozwiniętych rynków (np. wielkość i złożoność tych ostatnich wskazują na większą potrzebę i przydatność stosowania dobrych praktyk takich jak np. powołanie komitetu audytu).

Jeżeli zaś chodzi o wnioski wynikające z oceny procesu jaki w 2009 roku się rozpoczął, a który dotyczył transferu dobrej praktyki rekomendującej tworzenie komitetu audytu w radzie nadzorczej, do twardej regulacji prawnych tj. Ustawy o biegłych rewidentach, to wyrażone w czasie badań opinie respondentów, przewidujące trudności w tworzeniu komitetów audytu przez rady spółek giełdowych, zostały potwierdzone w praktyce. Mimo upływu lat, wciąż istotnym problemem jest brak w składzie rad profesjonalistów, posiadających wiedzę i doświadczenie z zakresu finansów i rachunkowości, którzy mogliby wchodzić w skład komitetu audytu i tym samym zapewnić jakość jego pracy. Za jeden zaś z ważniejszych czynników warunkujących niepowodzenie w zakresie funkcjonowania komitetu audytu należy uznać brak dodatkowego wynagrodzenia dla jego członków.

Na zakończenie warto jeszcze raz podkreślić, że jeżeli chodzi o dobre praktyki ładu korporacyjnego w polskich uwarunkowaniach, to w chwili obecnej największym wyzwaniem wciąż pozostaje przekonanie spółek do aktywnego ich stosowania, a nie tylko deklarowania. Istotnym czynnikiem, który może zmienić podejście spółek w tej kwestii, jest opracowanie skutecznego mechanizmu sprawdzającego, czy spółka rzeczywiście stosuje daną dobrą praktykę, czy tylko to deklaruje. W pracach nad tym mechanizmem nie należy jednak zapominać o zdrowym rozsądku i pamiętać również o kosztach, jakie stosowanie zasad dobrych praktyk może generować dla spółki (np. dodatkowe wynagrodzenie dla członków komitetu audytu) oraz, czy ją będzie stać na ich poniesienie.

Bibliografia

Akty prawne:

- Ustawa z dnia 7 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz nadzorze publicznym (Dz.U. z 2009 r., Nr 77, poz. 649).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. z 2009 r., Nr 33, poz. 259 z późn. zm.).

Opracowania:

- Adamska A., *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wyd. SGH, Warszawa 2013.
- Augilera R.V., Cuervo-Cazurra A., *Codes of Good Governance, Corporate Governance*. An International Review 2009/17 (3).
- Bohdanowicz L., *Obecność kobiet w organach statutowych polskich spółek publicznych: Perspektywa teorii instytucjonalnej oraz teorii zasobowej*, Master of Business and Administration (MBA) 2011/2 (112).
- Campbell K., Jerzemowska M., Najman K., *Wstępna analiza przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego przez spółki notowane na GPW w Warszawie w 2005 r.*, [w:] Rudolf S. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wyd. UŁ, Łódź 2006.
- Davies M., Schlitzer B., *The impracticality of an international "one size fits all" corporate governance code of best practice*, *Managerial Auditing Journal* 2008/23/6.
- Jerzemowska M., *Wybrane międzynarodowe i krajowe regulacje nadzoru korporacyjnego – na przykładzie USA, Wielkiej Brytanii, Niemiec i Japonii*, [w:] Dobija D., Koładkiewicz I. (red.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Koładkiewicz I., *Audit Committees in Polish Supervisory Boards: Common Practice and New Challenges*, [w:] Boubaker S., Nguyen D.K. (eds), *Corporate Governance in Emerging Markets*, Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2014 (w druku).
- Koładkiewicz I., *Rady nadzorcze – dobre praktyki ładu korporacyjnego. Doświadczenia polskie i zagraniczne*, Wydawnictwo POLTEXT, Warszawa 2013.
- Koładkiewicz I., *Instytucja niezależnego członka rady w kodeksach nadzoru korporacyjnego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, *Organizacja i Kierowanie* 2010/4 (142).
- Nartowski A.S., *Perspektywa samoregulacji polskiego rynku. Umowa społeczna czy interwencja państwa?*, [w:] Dobija D., Koładkiewicz I. (red.), *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (Corporate Governance) w spółce akcyjnej*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Piaszczyk A., *Komitet audytu jako nowa forma nadzoru korporacyjnego*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź 2012.
- Szuldryński K., Spiechowicz P., *Komitety audytu w Polsce w 2010 roku. Badanie spółek publicznych notowanych na GPW*, PwC, SEG, PID, KomitetAudytu.pl, Warszawa 2010.

- Szuldrzyński K., Spiechowicz P.**, *Komitety audytu w Polsce w roku 2011. Badanie spółek publicznych notowanych na GPW*, PwC, SEG, PID, KomitetAudytu.pl, Warszawa 2012.
- Szuldrzyński K., Koładkiewicz I., Magda T.**, *Rady nadzorcze 2013. Skuteczność rad nadzorczych w spółkach publicznych notowanych na GPW badanie 2011–2012*, PwC i AMROP, Warszawa 2013.
- Urbanek P.** (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź 2012.

Dokumenty:

- Cadbury Code, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd, London 1992.
- Deloitte, Komisja Nadzoru Finansowego, Polski Instytut Dyrektorów, *Raport: Współczesna rada nadzorcza 2012. Praktyka ładu korporacyjnego w Polsce*, Deloitte Polska, 2012.
- Komisja Europejska, *Zielona Księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego*, KOM(2011) 164 wersja ostateczna, Bruksela, dn. 5.04.2011 r.
- Wspólne stanowisko Polskiego Instytutu Dyrektorów, Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych oraz ACCA w sprawie koniecznych zmian dotyczących funkcjonowania komitetów audytu w Ustawie z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz nadzorze publicznym (Dz.U. z 2009 r., Nr 77, poz. 649) z dnia 24 marca 2011 r.

Izabela KOŁADKIEWICZ

CORPORATE GOVERNANCE BEST PRACTICES AND THEIR TRANSFER TO HARD LAW: THE POLISH CAPITAL MARKET STAKEHOLDERS' PERSPECTIVE

(Summary)

The aim of the study was an assessment of experience in the realm of applying corporate governance best practices on the Polish capital market. Assessment of the process of transfer of the best practice component recommending the establishing of an audit committee in the supervisory board and its verification in practice over the years 2010–2012 was an additional research goal.

Twelve respondents took part in the study. They represented different institutions present on the Polish capital market – e.g., the Warsaw Stock Exchange, Polish Financial Supervision Authority, Polish Institute of Directors, Association of Individual Investors, and the Association of Listed Companies – as well as representatives of the auditor, professional supervisory board member, and independent capital market expert communities. The study was qualitative in character and the research technique applied was the interview.

Research results demonstrated the importance and need for preparing corporate governance best practices for Polish conditions. However, many weaknesses were observed in the way in which companies listed on Warsaw Stock Exchange applied them in practice. A basic weakness perceived by the interviewed respondents was “apparent action” taken by some listed companies.

Most often this took on the form of information for the market stating compliance with best practices, where the reality was different. A second popular behavior was the way in which compliance reporting was carried out. In this case own reports were not written, but those of others were copied.

Identified risks/threats to the formation of audit committees found confirmation in board practice. The main problems include difficulty in attracting professional members who possess knowledge and experience in the realm of finance and accounting to supervisory boards, and a lack of additional remuneration for members of the audit committee. The latter can also be an explanation as to why such professionals are difficult to invite to boards.

Keywords: best practices of corporate governance, stakeholders of the Polish capital market audit committee

Anna KRZYSZTOFEK*

SPÓŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ JAKO MECHANIZM NADZORU KORPORACYJNEGO

Słowa kluczowe: ład korporacyjny, społeczna odpowiedzialność biznesu, Respect Index

1. Wstęp

Współcześnie, kiedy rynek oferuje wiele produktów substytucyjnych, podaż przewyższa popyt, przedsiębiorstwa zmuszone są nieustannie walczyć o utrzymanie klienta, a także o pozyskanie nowych. Starają się budować wizerunek społecznie odpowiedzialnych, a także być konkurencyjne. W ten sposób chcą uzyskać poparcie i zaufanie konsumentów (klientów), pracowników, kontrahentów, a także władz lokalnych¹.

Jednym z najcenniejszych elementów wartości niematerialnych każdej organizacji jest reputacja². Przedsiębiorstwa są świadome, że sama dbałość o jakość wyrobów i usług, choć bardzo ważna, już obecnie nie wystarcza. By utrzymać się na rynku muszą dostosowywać się do ciągle zmieniającego się otoczenia. Niezbędne staje się stosowanie kilku zasad, takich jak: troska o środowisko naturalne, szeroko rozumiane bezpieczeństwo pracownika, interesy społeczności lokalnej, jak również całego społeczeństwa³.

* Mgr, Instytut Zarządzania, Zakład Zarządzania Rozwojem Organizacji, Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach; e-mail: krzysztofek.anna@gmail.com

¹ **A. Krzysztofek**, *Normy i standardy społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, [w:] **J. Sokółowski, M. Rękas** (red.), *Ekonomia*, Prace Naukowe Uniw. Ekon. we Wrocławiu 2013/305, s. 401.

² **J. Adamczyk**, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 2009, s. 170.

³ **S. Zapala, M. Kaźmierczak**, *Ryzyko, ciągłość biznesu, odpowiedzialność społeczna. Nowoczesne koncepcje zarządzania*. Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 160.

Spółeczna odpowiedzialność biznesu (*Corporate Social Responsibility – CSR*⁴) jest ostatnio jednym z istotniejszych i najczęściej poruszanych problemów współczesnego świata. Jest coraz szerzej dyskutowana na różnych forach, zarówno krajowych, jak i międzynarodowych. Stała się koncepcją istotną dla wszystkich podmiotów funkcjonujących na rynku⁵ oraz jest ściśle związana z nadzorem korporacyjnym. Dobrowolność stosowania CSR spowodowała, iż wiele przedsiębiorstw zmieniło taktykę swojego zarządzania i relacje z otoczeniem. Działania w obszarze CSR stają się coraz powszechniej codzienną praktyką przedsiębiorstw.

Wszelkiego rodzaju procedury, zasady związane z istotnymi elementami odpowiedzialności społecznej, tak jak każde działanie w przedsiębiorstwie, wymagają kontroli⁶. Dlatego konieczna stała się weryfikacja – najlepiej zewnętrzna – przyjmowanych zasad odpowiedzialności. Prawidłowa implementacja koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu do praktyki gospodarczej wymagała stworzenia odpowiednich wytycznych. Dla zapewnienia przejrzystej realizacji społecznej odpowiedzialności na różnych poziomach funkcjonowania przedsiębiorstw podjęto starania odnośnie normalizacji i niezależnej oceny działań w tym zakresie. Przedsiębiorstwa, chcąc sprostać oczekiwaniom interesariuszy, wdrażają znormalizowane standardy CSR oraz poddają się audytowi społecznemu⁷. Obecnie istnieje szereg bardzo różnorodnych narzędzi pozwalających na zweryfikowanie społecznych, środowiskowych oraz etycznych aspektów funkcjonowania biznesu.

W literaturze polskiej dotychczas niewiele opracowań traktuje o koncepcji CSR oraz CG jednocześnie, stąd celem opracowania jest wypełnienie tej luki.

2. Nadzór korporacyjny oraz społeczna odpowiedzialność

Ład korporacyjny stanowi priorytet dla polskich rynków finansowych, podobnie jak w przypadku większości rynków wschodzących. Od dekady podejmowane są w Polsce czynne próby wzmocnienia ładu korporacyjnego

⁴ Zob. A. Krzysztofek, *Spółeczna odpowiedzialność biznesu – ujęcie teoretyczne*, Przegląd prawno ekonomiczny 2012/3/20, s. 109–119.

⁵ A. Krzysztofek, *Normy...*, s. 401.

⁶ J. Nakonieczna, *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych*, Difin, Warszawa 2008, s. 109.

⁷ J. Adamczyk, *Spółeczna...*, s. 170.

firm notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW), poprzez sporządzanie kodeksów dobrych praktyk⁸. Wzrost zainteresowania nadzorem korporacyjnym oraz społeczną odpowiedzialnością jest efektem postępujących procesów globalizacji, internacjonalizacji, jak również kryzysu finansowego, a tym samym narastania zależności międzynarodowych oraz procesów intensyfikacji, które prowadzą do powstania ogólnoswiatowego systemu ekonomicznego.

Pierwotna nazwa nadzoru korporacyjnego pochodzi z języka angielskiego – od terminu *corporate governance*⁹ (CG). Nadzór korporacyjny jest różnie definiowany przez teoretyków zarządzania. Termin *corporate governance* tłumaczy się na język polski jako: „nadzór korporacyjny”, „nadzór właścicielski”, „władztwo korporacyjne”, „ład korporacyjny”, „kontrola w korporacji”. Dla potrzeb niniejszej pracy przyjęto terminy „nadzór korporacyjny” oraz „ład korporacyjny” jako określenia stosowane zamiennie do terminu *corporate governance*¹⁰.

Ład korporacyjny jest to system prawnych i ekonomicznych instytucji (formalnych i nieformalnych reguł, procedur działania stosowanych przez firmy) służących regulowaniu stosunków i zapewnieniu niezbędnej dla rozwoju przedsiębiorstwa równowagi pomiędzy interesami wszystkich podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji (inwestorów, menedżerów, przedsiębiorców, pracowników, dostawców, klientów, społeczności lokalnych itp. – interesariuszy) w celu osiągnięcia przez niektóre grupy celów, misji i wizji firmy¹¹.

Wpływ wysokich standardów ładu korporacyjnego to nie tylko kwestia zasad i wyników na poziomie firmy, ale również polityki oraz wyników gospodarczych na poziomie państwa. Wiele aspektów nadzoru korporacyjnego wymaga określenia standardów, a także wprowadzenia ich w życie poza przedsiębiorstwem.

⁸ W. Rozlucki, *Dobre praktyki w Polsce*, Prawo europejskie w praktyce 2004/4/XI, s. 45–48.

⁹ Zob. J. Jeżak, *Ład korporacyjny Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 117.

¹⁰ Zob. K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 25–32.

¹¹ A. Krzysztofek, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw w kontekście nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Wiedza i gospodarka rozwój kompetencji naukowych i biznesowych dla wzrostu konkurencyjności regionalnej*, Kierownik Projektu W. Caban, Część 2, UJK, Kielce 2013, s. 74.

Według ekspertów, ład korporacyjny stał się zasadniczym czynnikiem przetrwania korporacji w warunkach globalizacji rynku. Dlatego też powstało bardzo wiele definicji nadzoru korporacyjnego¹². Analizując liczne definicje można uogólnić i wysnuć jedną, iż nadzór korporacyjny to mechanizm wykorzystywany do kontrolowania i koordynowania zachowań udziałowców, którzy współpracują z kadrami zarządzającą dla efektywnej realizacji stawianych przed firmę zadań. Może być rozpatrywany przez pryzmat organizacji, ma służyć usprawnianiu procesu podejmowania decyzji i efektywnej alokacji władzy sprawowanej przez kadrami zarządzającą, menedżerów i członków rad nadzorczych. Powinien stanowić podstawę skutecznego i efektywnego rozwoju firmy oraz społecznej odpowiedzialności w firmach, aby przedsiębiorstwo działało jak najlepiej. Zasady nadzoru korporacyjnego opracowane zostały przez GPW w Warszawie oraz Polskie Forum Corporate Governance.

Z nadzorem korporacyjnym powiązana jest społeczna odpowiedzialność biznesu. Geneza społecznej odpowiedzialności biznesu pojawiła się już w latach 60. i 70. XX w. – w koncepcji zarządzania jako działania w interesie publicznym, opartego na publicznym zaufaniu. Następstwem tej koncepcji była idea społecznej odpowiedzialności biznesu, która stała się istotna dla wszystkich organizacji funkcjonujących na rynku.

Zdecydowana większość definicji określa CSR jako koncepcję, dzięki której przedsiębiorstwa na etapie budowania strategii dobrowolnie uwzględniają interesy społeczne, etyczne, ekologiczne, a także relacje z różnymi grupami społecznymi (kontakty z interesariuszami, m.in. pracownikami, klientami, dostawcami, społecznością lokalną); osoby zarządzające takim przedsiębiorstwem spełniają wymogi prawne, ale również inwestują w zasoby ludzkie, dbają o swoich podwładnych, środowisko oraz relacje z klientami¹³. To wkład biznesu w realizację polityki rozwoju gospodarczego oraz taki sposób prowadzenia firmy, w którym celem priorytetowym jest osiągnięcie równowagi między jej efektywnością i dochodowością, a interesem społecznym¹⁴.

Tymczasem I. Davis określa, że jest to: „strategiczna sposobność oraz zestaw zobowiązań, które przedsiębiorstwo powinno analizować za pomocą

¹² Zob. A. Krzysztofek, *Teoretyczne aspekty funkcjonowania nadzoru korporacyjnego*, Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance 2012, s. 335–337.

¹³ A. Krzysztofek, *Społeczna odpowiedzialność...*, s. 111.

¹⁴ B. Rok, *Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie*, Akademia Rozwoju Filantropii w Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004, s. 17.

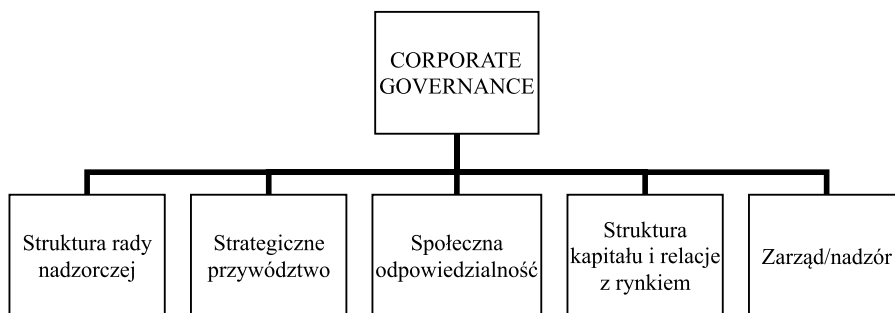
tych samych narzędzi i umiejętności, jakie mają zastosowanie do strategii rynkowych¹⁵.

Kreowanie wzajemnych korzyści z relacji i współpracy z interesariuszami – akcjonariuszami, klientami, pracownikami, partnerami biznesowymi oraz społecznościami lokalnymi – jest dla przedsiębiorstwa bardzo istotnym elementem jego kultury korporacyjnej. Odpowiedzialność społeczna jest fundamentalną zasadą, na której firma buduje swoje relacje z otoczeniem i jest nieodzownym jej elementem.

Według A. Samborskiego „CSR obecnie należy postrzegać jako strategię biznesu, dzięki której przyjęte w przedsiębiorstwie cele stają się bardziej transparentne, łatwiej jest je osiągnąć, a społeczeństwo ocenia firmę jako odpowiedzialną wobec otoczenia. [...] Przyjąć można, iż nadzór korporacyjny i społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa wzajemnie się uzupełniają¹⁶.”

Społeczną odpowiedzialność można traktować jako niezbędny element ładu korporacyjnego, gdyż wiąże się w dużym stopniu z przejrzystością działania¹⁷.

WYKRES 1: Osadzenie *corporate social responsibility* w *corporate governance* na podstawie Ho (2005)



Źródło: D. Jamali, A.M. Safieddine, M. Rabbath, *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Synergies and Interrelationships*, *Corporate Governance: An International Review* 2008/16/5, s. 448.

¹⁵ I. Davis, *The biggest contract*, *The Economist* 26 May 2005, s. 87.

¹⁶ A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług. Dynamika zmian w polskim przemyśle i usługach*, TNOiK, Katowice 2011, s. 382.

¹⁷ A. Rudnicka, *CSR – doskonalenie relacji społecznych w firmie*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2012, s. 139.

Jednym z możliwych powiązań CG–CSR jest uznanie CSR jako integralnej części CG, co przedstawia wykres 1. W podejściu tym nadrzędny jest nadzór korporacyjny, którego integralną częścią jest m.in. CSR. Model ten, wg Ho (2005)¹⁸, pozostaje w harmonii z pracami innych autorów, jak np. Kendall (1999)¹⁹, OECD (1999) czy Jamali (2008)²⁰.

Zgodnie z tym ujęciem, odpowiedzialność – zarówno zewnętrzna (ogólnie rozumiana jako odpowiedzialność wobec społeczeństwa), jak i wewnętrzna (w uproszczeniu rozumiana jako odpowiedzialność względem zatrudnionych) – powinna być osadzona w strukturach CG, co pozwoli nie tylko wyróżnić CG przedsiębiorstwa, ale też poszerzyć go o obszar niefinansowego ryzyka, dzięki czemu będzie możliwa bardziej holistyczna jego ocena.

Według N. Kendall, dobry CG pociąga za sobą zapewnienie, że przedsiębiorstwo jest prowadzone w społecznie odpowiedzialny sposób, z jasno określonymi zasadami etycznymi i stosuje się do norm istniejących w społeczeństwie, w którym operuje²¹.

Zasady *corporate governance* są istotne w zakresie, w jakim mogą stanowić wzór dla implementacji norm społecznej odpowiedzialności do działalności spółek, zwłaszcza notowanych na giełdzie.

3. Uzasadnienie wyboru problematyki badawczej

Według ISO 26 000 efektywne zarządzanie powinno opierać się na siedmiu zasadach CSR: odpowiedzialność, transparentność (przejrzystość), etyczne zachowanie, respektowanie praw i oczekiwań interesariuszy, respektowanie zasad prawa, respektowanie międzynarodowych zachowań, respektowanie praw człowieka²². Natomiast główne obszary i kwestie to: relacje z pracownikami,

¹⁸ C. Ho, *Corporate governance and corporate competitiveness: An international analysis*, Corporate Governance: An International Review 2005/13, s. 211.

¹⁹ N. Kendall, *Good corporate governance*, Accountants' Digest 1999/40.

²⁰ D. Jamali, A.M. Safieddine, M. Rabbath, *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Synergies and Interrelationships*, Corporate Governance: An International Review 2008/16/5, s. 448.

²¹ *Ibidem*, s. 477–448.

²² Zob. J. Samelak, *Zintegrowane sprawozdanie przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego*, Uniw. Ekon. w Poznaniu, Poznań 2013, s. 39–51; S. Zapala, M. Kaźmierczak, *Ryzyko, ciągłość...*, s. 188–200.

prawa człowieka, zaangażowanie społeczne i inwestycje społeczne, uczciwe praktyki rynkowe, kwestie konsumenckie, środowisko, ład organizacyjny²³.

Społeczna odpowiedzialność biznesu jest domeną nadzoru korporacyjnego, a zasady dobrych praktyk²⁴ pozytywnie wpływają na osiągnięcia przedsiębiorstw wdrażających te zasady. Dzisiejszy świat zmusza do ciągłej analizy konkurencji i dostosowywania się do realiów, natomiast właściwie prowadzony nadzór korporacyjny ułatwia zarządzanie współczesnym przedsiębiorstwem. W tym celu w wielu spółkach zaczęto ujednociać reguły działania, a tym samym spółki stały się odpowiedzialne za całokształt swojej działalności.

Wzrost zainteresowania polskich przedsiębiorców koncepcją CSR wynika również ze wstąpienia Polski do Unii Europejskiej. Członkostwo obliguje do przyjęcia europejskiego modelu gospodarki, propagowanych przez Komisję Europejską określonych wzorców społecznych, standardów i jakości praktyk.

Na współczesnych rynkach finansowych w ostatnich latach coraz większe zainteresowanie wśród inwestorów wzbudza koncepcja CSR. W związku z tym staje się niemal standardem obowiązującym w spółkach giełdowych na całym świecie, jak również w Polsce²⁵.

Duże znaczenie w rozwoju CSR w Polsce odgrywa uruchomiony 19 listopada 2009 r. przez GPW w Warszawie Respect Index²⁶, pierwszy indeks w regionie Europy Środkowo-Wschodniej²⁷. Pokazuje, że Polska chce wyjść naprzeciw inwestorom i promować kwestie związane z biznesem odpowiedzialnym społecznie. Jest to indeks spółek notowanych na GPW, odpowiedzialnych społecznie, o najwyższych standardach zarządzania, które uwzględniają w działalności czyn-

²³ **P. Hąbek, P. Szewczyk**, *Społeczna odpowiedzialność a zarządzanie jakością*, Politechnika Śląska, Gliwice 2010, s. 38–40.

²⁴ Zob. **J. Jeżak**, *Ład korporacyjny...*, s. 256–261. **M. Aluchna**, *Dobre praktyki corporate governance. Światowe tendencje a polskie doświadczenia*, E-mentor 2008/2(24), s. 18–25; **R. Stroiński**, *Zasady dobrych praktyk w spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie SA – wybrane zagadnienia na tle prawno porównawczym*, [w:] **M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka**, (red.), *Europejskie prawo spółek Corporate Governance*, Wolters Kluwer, Kraków 2006, s. 90; **P. Urbanek**, *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa 2006, s. 100–120.

²⁵ **A. Krzysztofek**, *Normy...*, s. 401.

²⁶ Zob. **A. Krzysztofek**, *Indeksy giełdowe spółek prowadzących działalność społecznie odpowiedzialną*, [w:] **J. Stacharska-Targosz, J. Szostak** (red.), *Kryzys finansowy a przyszłość Unii Europejskiej*, Zesz. Nauk. Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu 2013/48, s. 260–261.

²⁷ **E. Jastrzębska**, *Jak uczyć o społecznej odpowiedzialności i zrównoważonym rozwoju*, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2011, s. 20.

niki ekologiczne, społeczne i pracownicze. Wskaźnik został stworzony z myślą o inwestorach i spółkach. Dla pierwszych jest narzędziem oceny inwestycyjnej atrakcyjności spółek, w drugim przypadku – środkiem wykorzystywanym do zwiększania wartości firmy w oczach potencjalnych inwestorów.

Po analizie powyższych zagadnień powstała koncepcja połączenia tematyki nadzoru korporacyjnego oraz społecznej odpowiedzialności. Badanie istoty i znaczenia tych obszarów w procesie rozwoju przedsiębiorstwa wydaje się tematem niezwykle interesującym oraz ważnym. Istnieje wiele przesłanek uzasadniających potrzebę zajmowania się tą problematyką.

Pierwszym powodem jest to, iż ład korporacyjny oraz społeczna odpowiedzialność są ze sobą ściśle powiązane – jednym z narzędzi nadzoru korporacyjnego jest CSR. Głównym motywem do podjęcia badania tych zagadnień jest luka badawcza, brak szerszych i systematycznych analiz, opracowań, badań prowadzonych nad funkcjonowaniem ładu korporacyjnego oraz społeczną odpowiedzialnością. Istniejący zasób wiedzy w tym zakresie jest dalece niewystarczający, co tylko utwierdza w przekonaniu o celowości zainteresowania się tą tematyką i zbadania jej bardziej szczegółowo. Kolejnym powodem jest obecna literatura, która nie dostarcza szczegółowych analiz powiązania tych dwóch tematów razem.

4. Zakończenie

Współczesne organizacje, by funkcjonować na rynku, muszą dostosowywać się do ciągle zmieniającego się otoczenia. Społeczna odpowiedzialność biznesu stała się koncepcją istotną dla wszystkich podmiotów funkcjonujących na rynku i jest ściśle związana z nadzorem korporacyjnym. Jest ważnym elementem strategii biznesowej, przyczyniającym się do tworzenia wartości społecznych oraz oddziałującym na zrównoważony rozwój gospodarczy poprzez propagowanie i stosowanie dobrych praktyk na rzecz społeczeństwa i środowiska naturalnego. Rynki kapitałowe podlegają procesowi ciągłego rozwoju. Konieczne jest podejmowanie regularnych działań i wprowadzanie zmian w celu harmonizacji rynku kapitałowego danego kraju z pozostałymi obszarami gospodarki rynkowej.

Badanie istoty i znaczenia społecznej odpowiedzialności oraz nadzoru korporacyjnego w procesie rozwoju przedsiębiorstwa wydaje się tematem

niezwykle interesującym oraz ważnym. Szczególnego znaczenia nabiera ta problematyka w teorii, jak również i w praktyce zarządzania przedsiębiorstwami, funkcjonującymi w polskim życiu gospodarczym.

Znikoma liczba opracowań, dotyczących społecznego wymiaru działania przedsiębiorstw, sprawia, że temat ten jest wyjątkowo ważny i interesujący. Analiza społecznej odpowiedzialności w połączeniu z nadzorem korporacyjnym jest problemem stosunkowo nowym i na gruncie polskiego piśmiennictwa jeszcze słabo rozpoznany, a jednocześnie niezwykle ciekawym i wartym bliższego zbadania.

CSR oraz CG, mimo że są to oddzielne koncepcje, mają wspólne płaszczyzny, co sprawia, że mogą się nawzajem uzupełniać. Przedstawione połączenie dwóch koncepcji może stanowić podstawę teoretyczną przyszłych opracowań w tym zakresie oraz będzie przedmiotem dokładniejszych badań empirycznych i analiz.

Bibliografia

- Adamczyk J.**, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 2009.
- Aluchna M.**, *Dobre praktyki corporate governance. Światowe tendencje a polskie doświadczenia*, E-mentor 2008/2(24).
- Davis I.**, *The biggest contract*, The Economist 26 May 2005.
- Hąbek P., Szewczyk P.**, *Społeczna odpowiedzialność a zarządzanie jakością*, Politechnika Śląska, Gliwice 2010.
- Ho C.**, *Corporate governance and corporate competitiveness: An international analysis*, Corporate Governance: An International Review 2005.
- Jamali D., Safieddine A.M., Rabbath M.**, *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Synergies and Interrelationships*, Corporate Governance: An International Review 2008/16/5.
- Jastrzębska E.**, *Jak uczyć o społecznej odpowiedzialności i zrównoważonym rozwoju*, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2011.
- Jeżak J.**, *Ład korporacyjny Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Kendall N.**, *Good corporate governance*, Accountants' Digest 1999/40.
- Krzysztofek A.**, *Indeksy giełdowe spółek prowadzących działalność społecznie odpowiedzialną*, [w:] Stacharska-Targosz J., Szostak J. (red.), *Kryzys finansowy a przyszłość Unii Europejskiej*, Zesz. Nauk. Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, 2013/48.
- Krzysztofek A.**, *Normy i standardy społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw*, [w:] Sołowski J., Rękas M. (red.), *Ekonomia*, Prace Naukowe Uniw. Ekon. we Wrocławiu 2013/305.
- Krzysztofek A.**, *Społeczna odpowiedzialność biznesu – ujęcie teoretyczne*, Przegląd prawno-ekonomiczny 2012/20/3.

- Krzysztofek A.**, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw w kontekście nadzoru korporacyjnego*, [w:] *Wiedza i gospodarka rozwój kompetencji naukowych i biznesowych dla wzrostu konkurencyjności regionalnej*, Kierownik Projektu W. Caban, Część 2, UJK, Kielce 2013.
- Krzysztofek A.**, *Teoretyczne aspekty funkcjonowania nadzoru korporacyjnego*, Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance 2012.
- Lis K.A., Sterniczuk H.**, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Nakonieczna J.**, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych*, Difin, Warszawa 2008.
- Rok B.**, *Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie*, Akademia Rozwoju Filantropii w Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004.
- Rozlucki W.**, *Dobre praktyki w Polsce*, Prawo europejskie w praktyce 2004/4/XI.
- Rudnicka A.**, *CSR – doskonalenie relacji społecznych w firmie*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
- Samborski A.**, *Nadzór korporacyjny a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] Pyka J. (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług. Dynamika zmian w polskim, przemyśle i usługach*, TNOiK, Katowice 2011.
- Samelak J.**, *Zintegrowane sprawozdanie przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego*, Uniw. Ekon. w Poznaniu, Poznań 2013.
- Stroiński R.**, *Zasady dobrych praktyk w spółkach publicznych notowanych na GPW w Warszawie SA – wybrane zagadnienia na tle prawnoporównawczym*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek Corporate Governance*, Wolters Kluwer, Kraków 2006.
- Urbanek P.**, *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa 2006.
- Zapała S., Kaźmierczak M.**, *Ryzyko, ciągłość biznesu, odpowiedzialność społeczna. Nowoczesne koncepcje zarządzania*. Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.

Anna KRZYSZTOFEK

CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AS A CORPORATE GOVERNANCE MECHANISM

(Summary)

In today's financial markets in recent years, more and more interest among investors raises conception of CSR. She became almost the standard for listed companies all over the world as well as in Poland. Of great importance in the development of CSR in Poland plays a running on 19 November 2009 by the Warsaw Stock Exchange Respect Index. In many companies began to unify the rules of action, and thus the company became responsible for the whole of its business.

In the Polish literature, so far a little publications is about the concept of CSR and CG simultaneously, hence the purpose of this paper is to fill this gap.

Keywords: corporate governance, corporate social responsibility, Respect Index

Monika MARCINKOWSKA*

WYNAGRODZENIA BIEGŁYCH REWIDENTÓW POLSKICH BANKÓW GIEŁDOWYCH

Słowa kluczowe: banki, biegli rewidenci, wynagrodzenie za usługi audytorskie

1. Wstęp

Biegli rewidenci pełnią istotną funkcję wspierającą mechanizmy kontroli nad bankiem, wpisując się w jego system władztwa korporacyjnego¹. Są oni postrzegani jako nieformalni strażnicy (ang. *gatekeepers*, *watchdogs*), którzy mają wzmacniać wiarygodność przedsiębiorstw, stojąc na straży zgodności ich działań z przepisami i poprawności wypełnienia ciążących na nich wymogów regulacyjnych. Mają oni zatem za zadanie chronić zarówno sam bank, jak i jego kluczowych interesariuszy, przed potencjalnymi nieprawidłowościami i naruszeniami prawa².

Wiele kontrowersji budzi kwestia wynagrodzenia audytora. Z jednej strony, jest ono efektem skali i złożoności zadań związanych ze świadczonymi usługami, wiąże się także z ryzykiem dotyczącym tych usług. Z drugiej strony, wskazuje się na potencjalne zagrożenie niezależności biegłego (w szczególności w przypadku korzystania w znacznym stopniu z dodatkowych usług lub znaczącej zmiany ceny przy zmianie audytora).

Celem artykułu jest analiza wynagrodzeń audytorów polskich banków giełdowych. Na podstawie zaprezentowanych wyników badań empirycznych,

* Dr hab. prof. nadzw., Zakład Bankowości, Uniwersytet Łódzki; e-mail: monika.marcinkowska@uni.lodz.pl

¹ Niektórzy autorzy widzą w nim definicyjny, kardynalny aspekt władztwa korporacyjnego. **J.J. Du Plessis, A. Hargovan, M. Bagaric**, *Principles of contemporary corporate governance*, Cambridge University Press, New York 2011, s. 221.

² **M. Goergen**, *International corporate governance*, Pearson, Harlow 2012, s. 192.

dostępnych w literaturze przedmiotu, podjęta zostanie próba weryfikacji niektórych hipotez stawianych przez badaczy³.

2. Funkcje i zadania audytu

Zewnętrzny audyt pełni trzy istotne funkcje w systemie władztwa korporacyjnego⁴:

- kontrolną, realizowaną poprzez wyrażenie opinii na temat sprawozdania finansowego;
- korekcyjną, realizowaną poprzez informowanie kierownictwa banku o potrzebie dokonania określonych korekt (np. uzależniając od tego wydanie opinii bez zastrzeżeń);
- prewencyjną, polegającą na zapobieganiu fałszowaniu sprawozdań finansowych przez pracowników lub kierownictwo banku i skłanianiu tych osób do dołożenia należytej staranności przy prowadzeniu rachunkowości;
- wspierania rady nadzorczej, polegającą na ułatwieniu członkom rady oceny sytuacji gospodarczej banku i działań zarządu.

Kluczowe zadanie biegłego rewidenta wiąże się z badaniem sprawozdania finansowego⁵. Ponadto banki korzystają z dodatkowych usług audytorów: polegających na przeglądzie śródrocznych sprawozdań finansowych, usług poświadczających (*assurance services*) i innych usług atestacyjnych (odnoszą się do wydania opinii na temat jakiegoś twierdzenia, np. systemu kontroli wewnętrznej, zgodności operacji gospodarczych z postanowieniami umów, zasadami prawa itp.), a także innych usług (w tym np. doradztwa).

Audyt finansowy realizuje kilka celów. Pierwszym jest – wymieniona kluczowa rola – dostarczenie rozsądnej pewności, że informacje finansowe raportowane przez bank są wolne od istotnych błędów i nieprawidłowości. Bardzo istotnym celem jest ogólna ocena ryzyka generowanego przez bank. Podejście do audytu zewnętrznego jest krytyczne dla sukcesu lub porażki ca-

³ Artykuł powstał w ramach projektu badawczego sfinansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki, pt. „Model władztwa korporacyjnego w polskich bankach”.

⁴ K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 820 i nast.

⁵ Zgodnie z zapisami ustawy o rachunkowości, roczne sprawozdania finansowe banków podlegają obowiązkowi badania. Ustawa z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2013 r., poz. 330, ze zm.).

łościowej strategii zarządzania ryzykiem. A zatem jest to dodatkowa ochrona dla klientów. I to właśnie ten element jest istotnym przesunięciem od standardowego badania sprawozdania finansowego, do oceny ryzyka związanego z działalnością banku. Gdy takie podejście będzie w pełni wdrożone w całym sektorze, proces zarządzania ryzykiem zostanie istotnie wzmocniony⁶.

Zadanie biegłych rewidentów jest szczególnie ważne w przypadku podmiotów regulowanych, w tym banków⁷. Prawo bankowe nakłada na biegłego rewidenta obowiązek niezwłocznego (a zatem jeszcze przed zakończeniem badania) ujawniania nadzorowi bankowemu faktów wskazujących: popełnienie przestępstwa, naruszenie przepisów regulujących działalność banku, naruszenie zasad dobrej praktyki bankowej lub inne zagrożenie interesów klientów banku, istnienie przesłanek do wyrażenia opinii negatywnej na temat sprawozdania finansowego banku lub odmowy wyrażenia tej opinii⁸. Nadzór bankowy jest zainteresowany szczególnie następującymi zagadnieniami⁹:

- informacjami wskazującymi na nieprzestrzeganie warunków uzyskania licencji na działalność bankową i/lub istotnymi naruszeniami zapisów statutu;
- informacjami na temat konfliktu wewnątrz organów banku lub niespodziewanego odejścia osoby zajmującej kluczowe stanowisko w banku;
- informacjami na temat istotnych zmian w profilu działalności banku, które mogą powodować znaczący wzrost poziomu ryzyka banku;
- wszelkimi transakcjami między bankiem a podmiotami należącymi do tej samej grupy kapitałowej lub holdingu, które istotnie wpłynęły na poziom ryzyka banku.

W ostatnich latach banki i nadzory w coraz większym stopniu polegają na opiniach i osądach biegłych rewidentów, a rewizja finansowa stała się istotnym uzupełnieniem procesu nadzorczego¹⁰. Audytorzy mają bowiem możliwość wczesnego wykrycia symptomów potencjalnych zagrożeń. Nadzorczy formułują zatem określone wytyczne pod adresem samych audytorów, jak i rad nadzorczych banków, odpowiedzialnych za nadzorowanie ich pracy.

⁶ H. van Greuning, S.B. Bratanovic, *Analyzing banking risk. A framework for assessing corporate governance and risk management*, 3rd ed., The World Bank, Washington 2009, s. 67.

⁷ Szerzej o wymaganiach względem biegłych rewidentów w bankach: M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wyd. UŁ, Łódź 2014, Rozdział 10.

⁸ Ustawa z dn. 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 2012 r., poz. 1376, ze zm.), art. 136.

⁹ Komisja Nadzoru Bankowego, *Rekomendacja L z dnia 7 listopada 2001 r. dotycząca roli biegłych rewidentów w procesie nadzoru nad bankami*, NBP, Warszawa 2001.

¹⁰ BCBS, *External audit quality and banking supervision*, December 2008.

3. Wymagania względem biegłego rewidenta

Przepisy stawiają wymóg, by czynności rewizji finansowej przeprowadzał biegły rewident spełniający warunki do wyrażenia bezstronnej i niezależnej opinii lub raportu¹¹. Kodeks etyki zawodowych księgowych Międzynarodowej Federacji Księgowych (IFAC) określa zasady etyki zawodowej biegłych rewidentów¹², wskazując podstawowe zasady: uczciwość, obiektywizm, zawodowe kompetencje i należyta staranność, zachowanie tajemnicy informacji oraz profesjonalne postępowanie. Ponadto podnoszone są kwestie konfliktu interesów i wynagrodzeń.

Kodeks stanowi, że rozpoczynając negocjacje dotyczące świadczenia usług zawodowych, zawodowy księgowy, wykonujący wolny zawód, może zażądać wynagrodzenia w wysokości uznanej za odpowiednią. Zaznacza się przy tym, że to, iż jeden rewident żąda niższego wynagrodzenia niż inny nie jest samo w sobie nieetyczne, ale podkreśla się, że proponowana wysokość wynagrodzenia może powodować zagrożenie dla postępowania zgodnie z podstawowymi zasadami etycznymi¹³. Zaleca się zatem dokonanie oceny znaczenia zagrożeń i, w miarę potrzeby, stosowanie zabezpieczenia w celu ich wyeliminowania lub zredukowania do akceptowalnego poziomu. Zabezpieczeniami mogą być: uzmysłowienie klientowi warunków zlecenia oraz, w szczególności, podstawy ustalenia wysokości wynagrodzenia i zakresu usług, które ono obejmuje oraz przeznaczenie odpowiedniego czasu i wyznaczenie wykwalifikowanego personelu do wykonania zadania.

Dla większej przejrzystości, w przypadku emitentów giełdowych papierów wartościowych, wymagane jest publikowanie w sprawozdaniu z działalności kwoty wynagrodzenia wypłacanego (lub należnego) podmiotowi uprawnionemu do badania sprawozdań, w podziale na: badanie rocznego sprawozda-

¹¹ Ustawa z dn. 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. Nr 77, poz. 649, ze zm.).

¹² IFAC, KIBR, *Kodeks etyki zawodowych księgowych*, lipiec 2009, www.kibr.org.pl/pl/etyka; stan na dzień 30.12.2013.

¹³ Na przykład czerpanie korzyści własnych, stanowiące zagrożenie dla kompetencji zawodowych i należytej staranności, powstaje wtedy, gdy wysokość proponowanego wynagrodzenia jest tak niska, że przeprowadzenie w tej cenie zlecenia zgodnie z mającymi zastosowanie technicznymi i zawodowymi standardami może być trudne.

nia finansowego, inne usługi poświadczające, w tym przegląd sprawozdania finansowego, usługi doradztwa podatkowego, pozostałe usługi¹⁴.

Kolejną istotną kwestią jest zagadnienie rotacyjności biegłego rewidenta. Niegdyś zagadnienie to było uwzględnione w dobrych praktykach spółek notowanych na GPW. Obecnie kwestia ta jest regulowana w przepisach prawa: kluczowy biegły rewident nie może wykonywać czynności rewizji finansowej w tej samej jednostce zainteresowania publicznego w okresie dłuższym niż 5 lat (może ponownie je wykonywać po upływie co najmniej 2 lat)¹⁵.

4. Wynagrodzenie biegłego rewidenta – przegląd wyników badań

Związki między określonymi charakterystykami biegłego rewidenta a efektywnością władztwa korporacyjnego są przedmiotem wielu badań empirycznych¹⁶.

Po pierwsze należy wskazać, że typ audytora i jego specjalizacja (znajomość sektora) są predyktorami upadłości banków. Banki, których sprawozdania finansowe są badane przez renomowanych audytorów, mają mniejsze prawdopodobieństwo upadłości. Szczególnie wyraźnie podział rysuje się między firmami audytorskimi z „Wielkiej Czwórki” i pozostałymi podmiotami: firmy z tej pierwszej grupy mają większe doświadczenie, zasoby i motywację (z uwagi na konieczność ochrony kapitału reputacyjnego), a w konsekwencji są w stanie świadczyć usługi audytorskie o wyższej jakości¹⁷. Nadto, biegli

¹⁴ Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. Nr 33, poz. 259, ze zm.).

¹⁵ Ustawa z dn. 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach...

¹⁶ Ich szerszy opis przedstawia praca **M. Marcinkowska**, *Corporate governance w bankach...*, s. 347 i nast.

¹⁷ **J.Y. Jin, K. Kanagaretnam, G.J. Lobo**, *Ability of accounting and audit quality variables to predict bank failure during the financial crisis*, *Journal of Banking & Finance* 2011/35/11, s. 2811–2819. Kwestia ta wiąże się z szerszym zagadnieniem jakości usług audytorskich; liczne studia potwierdzają hipotezę dotyczącą reputacji marki (*brand name hypothesis, reputation capital theory*), wedle której, w przypadku większych, renomowanych firm audytorskich, popelnienie błędu obarczone jest większym ryzykiem utraty reputacji, a w konsekwencji – utraty klientów, aż po upadłość firmy (zob. np.: **L.E. DeAngelo**, *Auditor size and audit quality*, *Journal of Accounting and Economics* 1981/3/3, s. 183–199). (Z reguły przekłada

rewidenci, którzy specjalizują się w sektorze bankowym, potrafią bardziej adekwatnie oceniać kluczowe aspekty jego działalności i ich odzwierciedlenie w systemie rachunkowości¹⁸ oraz potrafią ograniczyć zjawisko zarządzania wynikiem w banku¹⁹.

Dużym polem badawczym są honoraria biegłych rewidentów. Na poziom wynagrodzeń biegłych rewidentów wpływają w znacznej mierze czynniki w makrootoczeniu, w tym czynniki regulacyjne²⁰. Wśród czynników dotyczących samych audytorów, należy wskazać przede wszystkim na kwestię specjalizacji: firmy audytorskie, które mają doświadczenie w danej branży, mają wyższe opłaty za badanie sprawozdań finansowych²¹. Na poziom opłat istotnie wpływa także strata generowana przez klienta²². Opłaty na rzecz biegłego rewidenta są dodatnio skorelowane z koncentracją własności²³. Zauważono też pozytywny związek między wynagrodzeniem audytora i uposażeniem pre-

się to na wyższe stawki za usługi tych firm – **A.T. Craswell, J.R. Francis, S.L. Taylor**, *Auditor brand name reputations and industry specializations*, *Journal of Accounting and Economics* 1995/20/3, s. 297–322). Nie przesądzając kwestii faktycznego poziomu jakości usług różnych firm audytorskich (w literaturze brak nawet konsensusu co do sposobu jego pomiaru) należy przyznać, że renowa dużych firm (w tym zwłaszcza z „Wielkiej Czwórki”) wpływa na lepsze postrzeganie przez użytkowników sprawozdań ich wiarygodności (co dla wielu podmiotów, w tym zwłaszcza banków, jest istotną przesłanką przy wyborze audytora).

¹⁸ W szczególności dotyczy to kwestii oceny jakości portfela kredytowego i tworzenia odpisów aktualizujących wartość należności (rezerw celowych). **K. Kanagaretnam, G. Krishnan, G.J. Lobo**, *Is the market valuation of banks' loan loss provision conditional on auditor reputation?*, *Journal of Banking and Finance* 2009/6/33, s. 1039–1047.

¹⁹ **K. Kanagaretnam, C.Y. Lim, G.J. Lobo**, *Auditor reputation and earnings management. International evidence from the banking industry*, *Journal of Banking & Finance* 2010/34/10, s. 2318–2327.

²⁰ **M.H. Taylor, D.T. Simon**, *Determinants of audit fees: the importance of litigation, disclosure, and regulatory burdens in audit engagements in 20 countries*, *The International Journal of Accounting* 1999/34/3, s. 375–388; **N. Fargher, M.H Taylor, D.T Simon**, *The demand for auditor reputation across international markets for audit services*, *The International Journal of Accounting* 2001/36/4, s. 407–421.

²¹ **A.T Craswell, J.R Francis, S.L. Taylor**, *Auditor brand name reputations...*, s. 297–322.

²² **D.C. Hay, W.R. Knechel, N. Wong**, *Audit Fee's: A Meta-analysis of the Effect of Supply and Demand Attributes*, *Contemporary Accounting Research* 2006/23/1, s. 141–191. Warto podkreślić, że przeprowadzona metaanaliza wskazywała na zróżnicowane wyniki badań w odniesieniu do wielu zmiennych lub zmieniające się w czasie.

²³ **X. Wu**, *Corporate governance and audit fees: Evidence from companies listed on the Shanghai Stock Exchange*, *China Journal of Accounting Research* 2012/5/4, s. 321–342.

zesa zarządu²⁴, a także między wynagrodzeniem audytora a wynagrodzeniem komitetu audytu²⁵.

Badania przeprowadzone wśród polskich spółek giełdowych pozwoliły wskazać, że wysokość honorariów biegłego rewidenta jest zależna od wielkości jednostki (sumy bilansowej), liczby konsolidowanych podmiotów, udziału w wynagrodzeniach pozostałych usług świadczonych przez audytora oraz tego czy audyt przeprowadzany jest przez firmę o znaczeniu systemowym²⁶.

Analizie poddawane są także opłaty ponoszone na rzecz audytora za usługi rewizji finansowej i usługi dodatkowe. Zauważono, że firmy audytorskie z „Wielkiej Czwórki” mają wyższe wynagrodzenie za audyt w tych podmiotach, które nie korzystają z ich dodatkowych usług. Autorzy badania tłumaczą to tym, że rewidenci mogą zaniżać koszty badania, by zachęcić do korzystania z innych usług przez nich świadczonych²⁷.

Zasadniczo, korzystanie z usług innych niż rewizja finansowa jest rzadsze w przypadku tych podmiotów, które mają inwestorów instytucjonalnych. Może to wynikać z tego, że ta grupa inwestorów aktywnie monitoruje działalność podmiotu i wpływa na decyzje zarządu odnośnie do zakupu innych usług od audytorów współpracujących z podmiotem od dłuższego czasu, by zapewnić, że zachowają oni swą niezależność²⁸.

Ciekawą zależność dostrzeżono w odniesieniu do wynagrodzeń za audyt ustalonych po zmianie audytora. Opłaty te są wyższe, jeśli to poprzedni biegły

²⁴ **P. Wysocki**, *Corporate compensation policies and audit fees*, Journal of Accounting and Economics 2010/49/1–2, s. 155–160.

²⁵ **E. Engel, R.M. Hayes, X. Wang**, *Audit committee compensation and the demand for monitoring of the financial reporting process*, Journal of Accounting and Economics 2010/49/1–2, s. 136–154.

²⁶ **P. Pochylski**, *Wynagrodzenie za badanie sprawozdań finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] **D. Adrianowski, K. Patora, J. Sikorski** (red.), *Finanse, rachunkowość i zarządzanie. Polska, Europa, Świat 2020*, Wyd. UŁ, Łódź 2013, s. 209–219.

²⁷ **S. Whisenant, S. Sankaraguruswamy, K. Raghunandan**, *Evidence on the Joint Determination of Audit and Non-Audit Fees*, Journal of Accounting Research 2003/41/4, s. 721–744. Można wszelako postawić hipotezę, że to raczej stawki za badanie są zawyżane w tych podmiotach, w których audytorzy nie mogą zarobić na innych usługach.

²⁸ **S. Mitra, M. Hossain**, *Ownership composition and non-audit service fees*, Journal of Business Research 2007/60/4, s. 348–356.

rewident zrezygnował ze współpracy, a niższe, jeśli to podmiot zrezygnował z audytora²⁹.

Ważnym spostrzeżeniem jest relacja między audytem a władztwem korporacyjnym: stawki za audyt są niższe w tych podmiotach, które charakteryzują się bardziej efektywnym władztwem korporacyjnym³⁰. Autorzy konstatują zatem, że audyt zewnętrzny może być komplementarny wobec ładu korporacyjnego.

5. Biegli rewidenci polskich banków giełdowych – badanie empiryczne

Zagadnienia dotyczące biegłych rewidentów działających na zlecenie polskich banków giełdowych przeprowadzono na podstawie analizy raportów rocznych banków. Badanie obejmuje lata 2009–2012.

Badanie rocznych sprawozdań finansowych banków komercyjnych biorących udział w badaniu ankietowym zlecono pięciu podmiotom, w tym wszystkim z grupy „Wielkiej Czwórki”³¹ oraz spółce Mazars. Wykres 1 przedstawia udział poszczególnych firm audytorskich w badaniu sprawozdań polskich banków giełdowych w latach 2009–2012. Potwierdza się reguła, że badanie zlecane jest przede wszystkim podmiotom o największej renomie rynkowej. Warto też zauważyć, że korzystanie z firm z „Wielkiej Czwórki” częściej wiązało się z portfelem kredytowym o gorszej jakości, co może stanowić potwierdzenie obserwacji o lepszej znajomości wśród tych podmiotów specyfiki banków.

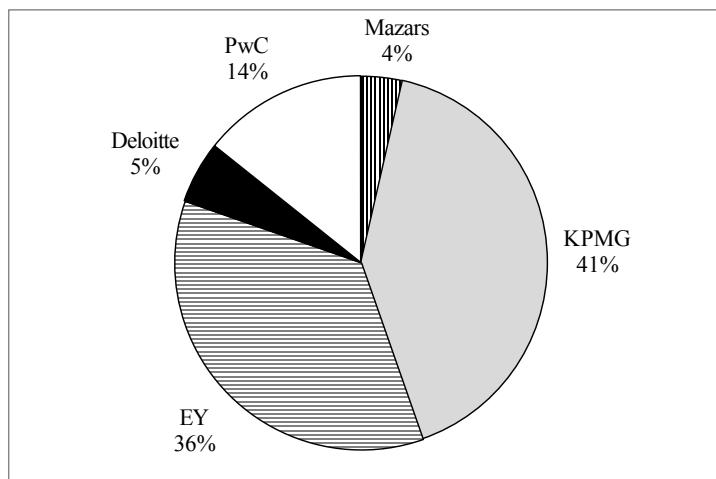
Analizie poddano w szczególności wysokość wynagrodzeń pobieranych przez biegłych rewidentów. Należy przy tym zaznaczyć, że część banków publikuje dane na temat wynagrodzeń w odmiennych przekrojach (np. łączne kwoty wynagrodzeń za badanie rocznego sprawozdania i przegląd śródrocznych sprawozdań finansowych lub łącznie: inne usługi poświadczające oraz inne usługi). Utrudnia to wykonanie niektórych analiz (ograniczając zakres dostępnych danych).

²⁹ P.A. Griffin, D.H. Lont *Audit fees around dismissals and resignations: Additional evidence*, Journal of Contemporary Accounting & Economics 2011/7/2, s. 65–81.

³⁰ P.A. Griffin, D.H. Lont, Y. Sun, *Corporate Governance and Audit Fees: Evidence of Countervailing Relations*, Journal of Contemporary Accounting & Economics 2008/4/1, s. 18–49.

³¹ KPMG, Ernst&Young, PricewaterhouseCoopers, Deloitte.

WYKRES 1: Biegli rewidentzi polskich banków giełdowych



Źródło: oprac. własne.

Należy zauważyć bardzo duże zróżnicowanie wynagrodzeń audytorów (patrz tab. 1). Mediana łącznego wynagrodzenia w latach 2009–2012 wyniosła 1,947 tys. zł, przy czym rozpiętość wyników była bardzo duża: od 122 tys. zł do 8,129 tys. zł. Dominującą pozycją było wynagrodzenie za badanie sprawozdań finansowych (mediana udziału w łącznym wynagrodzeniu stanowiła 54%; najwyższy udział sięgał 80%, a najniższy – 15%). W większości przypadków banki nie korzystały z dodatkowych usług swych biegłych rewidentów (mediana udziału w wynagrodzeniu ogółem wynosi 0%). Najwyższe wynagrodzenie za dodatkowe usługi stanowiło niemal 80% łącznego wynagrodzenia audytora. Inne usługi dotyczą głównie: doradztwa, prac związanych z emisją, procedur w odniesieniu do prawidłowości wyliczania wymogów kapitałowych, procedur w odniesieniu do raportów dotyczących oceny środowiska kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem („*Self assessment report*”).

TABELA 1: Wynagrodzenie audytorów banków – podstawowe statystyki (w tys. PLN)

	Wynagrodzenie audytora				
	ogółem	za badanie i przegląd	za badanie sprawozdań finansowych	za usługi poświadczające (w tym przegląd sprawozdań finansowych)	za inne usługi
mediana	1 947	1 785	926	560	0
średnia	2 338	2 030	1 117	883	324
min	122	122	190	0	0
max	8 129	8 129	4 321	3 808	2 492
odch. std	1 826	1 711	1 009	850	645
współczynnik zmienności	78%	84%	90%	96%	199%

Źródło: oprac. własne.

Warto przeanalizować, od czego zależy wynagrodzenie biegłego rewidenta (tab. 2 przedstawia współczynniki korelacji³²). Wysokość łącznego wynagrodzenia audytora jest przede wszystkim zależna od wielkości banku i jego grupy kapitałowej: odnotowano silną, istotną statystycznie, dodatnią zależność kwoty wynagrodzenia i sumy bilansowej, kapitału własnego oraz liczby podmiotów objętych konsolidacją; podobnie – większe wynagrodzenie płaciły banki osiągające wyższy zysk (jest to raczej związane z wielkością banku, a nie jego efektywnością, bowiem korelacja ze wskaźnikami rentowności kapitałów własnych i aktywów jest istotna statystycznie, dodatnia, ale słaba). Wynagrodzenie audytora jest wyższe w bankach, w których udział największego akcjonariusza jest mniejszy (rozproszenie akcjonariatu sprzyja zwiększaniu wynagrodzeń audytora). Zależności między kwotą opłat płatonych audytorowi a miarami, które mogą odzwierciedlać ryzyko banku są albo nieistotne statystycznie (jakość należności, tempo wzrostu aktywów, wskaźnik Z), albo są słabe (współczynnik wypłacalności). Co zaskakujące, występuje pozytywna, istotna statystycznie, o umiarkowanej sile, korelacja ze stopniem realizacji zasad ładu korporacyjnego (przeciwieństwo niż sugerowały to inne badania). Być może jest to efektem negatywnej zależności między wielkością udziału głównego akcjonariusza banku a realizacją dobrych praktyk.

³² Objasnienia zmiennych przedstawia tab. 4.

TABELA 2: Korelacje między zmiennymi wykorzystanymi w badaniu

	wyn_aud	badanie	przeгляд	inne	inne%	Big4
wyn_aud	1,000	0,906	0,908	0,339	0,092	0,218
badanie	0,906	1,000	0,816	-0,142	-0,278	0,212
przeгляд	0,908	0,816	1,000	-0,080	-0,266	0,148
inne	0,339	-0,142	-0,080	1,000	0,837	0,122
inne%	0,092	-0,278	-0,266	0,837	1,000	0,143
Big4	0,218	0,212	0,148	0,122	0,143	1,000
grupa_B	0,823	0,684	0,727	0,390	0,149	0,184
Av Rem MB	0,630	0,685	0,608	-0,041	-0,124	0,230
Av Rem SB	0,209	0,031	0,046	0,310	0,210	0,014
Assets	0,790	0,572	0,720	0,429	0,150	0,190
Equity	0,792	0,660	0,748	0,306	0,073	0,179
EM	-0,321	-0,529	-0,419	0,065	0,107	-0,216
Net income	0,715	0,561	0,702	0,303	0,097	0,168
ROA	0,286	0,226	0,255	0,087	-0,060	0,001
ROE	0,296	0,190	0,235	0,116	-0,077	0,052
C/I	-0,274	-0,210	-0,262	-0,098	0,168	-0,070
CAR	0,317	0,352	0,291	0,037	-0,006	0,078
Compr inc/Equity	0,224	0,152	0,205	0,107	-0,135	0,092
Assets growth	-0,235	-0,288	-0,178	0,054	0,062	0,096
NPL	-0,119	-0,020	-0,091	-0,101	-0,046	-0,419
koszty	0,786	0,645	0,738	0,305	0,039	0,170
Z	0,215	0,220	0,250	-0,021	0,005	0,342
Shareholder	-0,457	-0,270	-0,378	-0,456	-0,392	-0,347
CG	0,524	0,559	0,519	-0,002	-0,147	0,266

Objaśnienia: kursywą zaznaczono współczynniki nieistotne statystycznie na poziomie $p = 0,05$.

Źródło: oprac. własne.

Rozszerzeniem tych analiz może być badanie regresji. Analizie poddano łączne wynagrodzenie audytora. Charakterystyki poszczególnych zbudowanych modeli przedstawia tab. 3.

Analiza regresji potwierdziła wcześniejsze analizy zależności między zmiennymi: wartość wynagrodzenia audytora ogółem jest zależna przede wszystkim od wielkości grupy kapitałowej banku (liczby konsolidowanych podmiotów), a także od wielkości banku w wymiarze finansowym (kapitały własne i wynik netto). Uwzględnienie jakości portfela kredytowego pozwalało zwiększyć jakość modelu. Ogółem modele objaśniały zmienność wynagrodzeń

audytora w dość wysokim stopniu (ponad 77%), należy jednak mieć świadomość poziomu błędu standardowego estymacji (ok. 37%).

TABELA 3: Podsumowanie regresji zmiennej zależnej: wynagrodzenie audytora

	M1	M2	M3	M4
W. wolny	240,2799 0,252	-883,064 0,261	797,5068 0,019	-313,902 0,704
Grupa_B	149,5419 0,000	162,529 0,000	136,8312 0,000	149,575 0,000
Equity	0,0004 0,000	0,000 0,000	0,0004 0,000	0,000 0,000
Net income	-0,0020 0,000	-0,002 0,000	-0,0023 0,000	-0,002 0,000
Shareholder		13,153 0,140		12,777 0,147
NPL			-78,6994 0,041	-74,591 0,050
R2	0,7753	0,7846	0,78867	0,7975

Objaśnienia: pod wartościami współczynników regresji podano istotność statystyczną zmiennych; kursywą zaznaczono zmienne nieistotne statystycznie na poziomie $p = 0,05$.

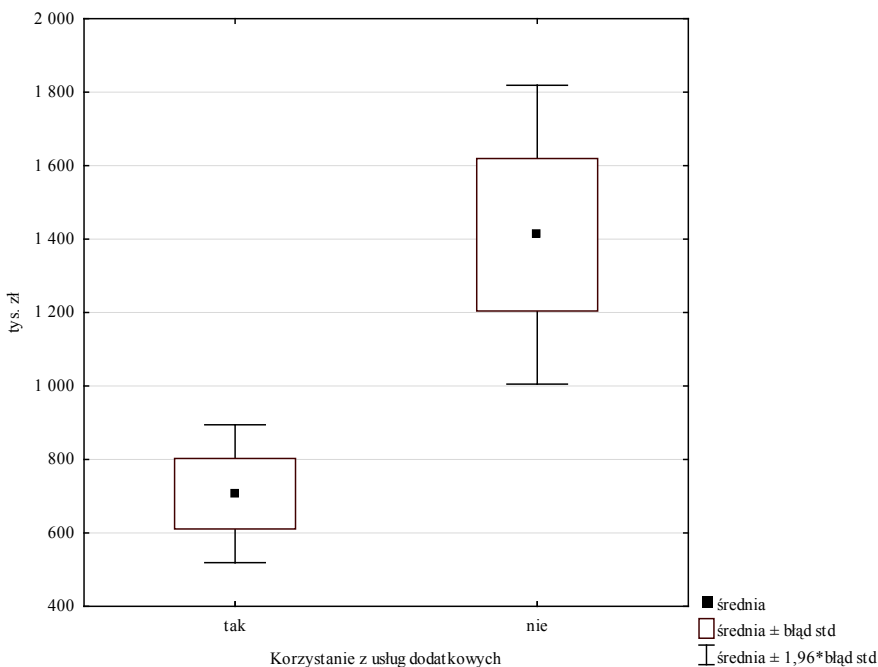
Źródło: oprac. własne.

W odniesieniu do wynagrodzenia za usługi dodatkowe (zarówno kwoty nominalnej, jak i jej udziału w łącznym wynagrodzeniu audytora) nie odnotowano silnych korelacji z analizowanymi zmiennymi, większość zależności była ponadto nieistotna statystycznie. Można wskazać, że wyższe wynagrodzenie (nominalnie) płaciły większe banki (pod względem sumy bilansowej, kapitałów własnych, zysku netto, liczby konsolidowanych podmiotów). Gdy jednak uwzględnić udział tych opłat w łącznym wynagrodzeniu audytora, to okazuje się, że w większym stopniu z dodatkowych usług korzystają banki, w których jest mniejszy udział głównego akcjonariusza i w których jest mniej członków rady nadzorczej. Być może należy to interpretować w ten sposób, że istnieje większa potrzeba korzystania z doradztwa i usług poświadczających audytora w przypadku, gdy właściciele sprawują mniejszą kontrolę nad bankiem i gdy organ nadzorczy ma mniejszą skalę działania.

Analiza przeprowadzona wśród polskich banków giełdowych potwierdziła obserwacje odnotowane w innych badaniach: podmioty, które nie korzystały z dodatkowych usług biegłego rewidenta (poza badaniem i przeglądem

sprawozdań finansowych), płaciły wyższe wynagrodzenie za badanie (patrz wyk. 2). Była to różnica istotna statystycznie.

WYKRES 2: Wynagrodzenie za badanie sprawozdań finansowych, w zależności od korzystania z dodatkowych usług



Źródło: oprac. własne.

W badanym okresie tylko trzy banki dokonały zmiany podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych. W dwóch przypadkach umowa z nową firmą audytorską ustalała niższe wynagrodzenie za badanie sprawozdania finansowego, ale wyższe za przegląd sprawozdań (łącznie wynagrodzenie także rosło), a w jednym przypadku zaistniała odwrotna sytuacja. Na podstawie tak niewielkiej liczby zdarzeń nie można uogólniać wniosków na temat skutków zmiany audytora dla poziomu jego wynagrodzenia.

Ogólnie rzecz biorąc, jakkolwiek przeprowadzone badanie ma istotne ograniczenia (relatywnie niewielka liczba obserwacji), potwierdza niektóre wnioski wywiedzione z innych badań.

6. Zakończenie

Usługi świadczone przez biegłych rewidentów mają zwiększyć wiarygodność banków oraz wesprzeć instytucje sieci bezpieczeństwa w sprawowaniu nadzoru nad nimi. W konsekwencji, interesariusze mogą mieć rozsądną pewność co do zgodności działań banku z prawem, jakości ich sprawozdań finansowych i wypełnienia norm ostrożnościowych.

Biegli rewidenci mogą stanowić efektywne wsparcie nadzoru instytucjonalnego oraz mechanizmów władztwa korporacyjnego. Wobec wykrytych obszarów nieadekwatnej pracy biegłych rewidentów, w ostatnich latach wdrożono szereg reform, które mają wzmocnić wiarygodność audytorów. Jednym z kontrowersyjnych i trudnych do jednoznacznej analizy obszarów jest kwestia wynagrodzeń audytorów. Przedstawione w artykule badanie empiryczne potwierdziło występowanie, w odniesieniu do polskich banków, części zależności stwierdzonych w literaturze przedmiotu. Z pewnością zasadne będzie pogłębienie tych badań, jednak realizacja kontynuacji projektu badawczego warunkowana jest dostępnością danych o odpowiedniej jakości (a zatem ujawnianiem przez banki informacji niezbędnych do przeprowadzenia postulowanych analiz).

Bibliografia

Akty prawne:

Rozporządzenie Ministra Finansów z dn. 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. Nr 33, poz. 259, ze zm.).

Ustawa z dn. 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 2012 r. poz. 1376, ze zm.).

Ustawa z dn. 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2013 r., poz. 330, ze zm.).

Ustawa z dn. 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. Nr 77, poz. 649, ze zm.).

Opracowania:

Craswell A.T., Francis J.R., Taylor S.L., *Auditor brand name reputations and industry specializations*, Journal of Accounting and Economics 1995/20/3.

DeAngelo L. E., *Auditor size and audit quality*, Journal of Accounting and Economics 1981/3/3.

- Du Plessis J.J., Hargovan A., Bagaric M.**, *Principles of contemporary corporate governance*, Cambridge University Press, New York 2011.
- Engel E., Hayes R. M., Wang X.**, *Audit committee compensation and the demand for monitoring of the financial reporting process*, Journal of Accounting and Economics 2010/49/1–2.
- Fargher N., Taylor M.H., Simon D.T.**, *The demand for auditor reputation across international markets for audit services*, The International Journal of Accounting 2001/36/4.
- Goergen M.**, *International corporate governance*, Pearson, Harlow 2012.
- Greuning H. van, Bratanovic S.B.**, *Analyzing banking risk. A framework for assessing corporate governance and risk management*, 3rd ed., The World Bank, Washington 2009.
- Griffin P.A., Lont D.H.**, *Audit fees around dismissals and resignations: Additional evidence*, Journal of Contemporary Accounting & Economics 2011/7/2.
- Griffin P.A., Lont D.H., Sun Y.**, *Corporate Governance and Audit Fees: Evidence of Countervailing Relations*, Journal of Contemporary Accounting & Economics 2008/4/1.
- Hay D.C., Knechel W.R., Wong N.**, *Audit Fee's: A Meta-analysis of the Effect of Supply and Demand Attributes*, Contemporary Accounting Research 2006/23/1.
- Jin J.Y., Kanagaretnam K., Lobo G.J.**, *Ability of accounting and audit quality variables to predict bank failure during the financial crisis*, Journal of Banking & Finance 2011/35/11.
- Kanagaretnam K., Krishnan G., Lobo G.J.**, *Is the market valuation of banks' loan loss provision conditional on auditor reputation?*, Journal of Banking and Finance 2009/33/6.
- Kanagaretnam K., Lim C.Y., Lobo G.J.**, *Auditor reputation and earnings management. International evidence from the banking industry*, Journal of Banking & Finance 2010/34/10.
- Marcinkowska M.**, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wyd. UŁ, Łódź 2014.
- Mitra S., Hossain M.**, *Ownership composition and non-audit service fees*, Journal of Business Research 2007/60/4.
- Oplustil K.**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Pochylski P.**, *Wynagrodzenie za badanie sprawozdań finansowych spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, [w:] Adrianowski D., Patora K., Sikorski J. (red.), *Finanse, rachunkowość i zarządzanie. Polska, Europa, Świat 2020*, Wyd. UŁ, Łódź 2013.
- Taylor M.H., Simon D.T.**, *Determinants of audit fees: the importance of litigation, disclosure, and regulatory burdens in audit engagements in 20 countries*, The International Journal of Accounting 1999/34/4.
- Whisenant S., Sankaraguruswamy S., Raghunandan K.**, *Evidence on the Joint Determination of Audit and Non-Audit Fees*, Journal of Accounting Research 2003/41/4.
- Wu X.**, *Corporate governance and audit fees: Evidence from companies listed on the Shanghai Stock Exchange*, China Journal of Accounting Research 2012/5/4.
- Wysocki P.**, *Corporate compensation policies and audit fees*, Journal of Accounting and Economics 2010/49/1–2.

Dokumenty:

- BCBS, *External audit quality and banking supervision*, December 2008.
- Komisja Nadzoru Bankowego, *Rekomendacja L z dnia 7 listopada 2001 r. dotycząca roli biegłych rewidentów w procesie nadzoru nad bankami*, NBP, Warszawa 2001.

Strony internetowe:

IFAC, KIBR, *Kodeks etyki zawodowych księgowych*, lipiec 2009, www.kibr.org.pl/pl/etyka;
stan na dzień 30.12.2013 r.

ZałącznikTABELA 4: *Zmienne zastosowane w badaniu*

Zmienna	Objaśnienie
wyn_aud	wynagrodzenie biegłego rewidenta ogółem
badanie	wynagrodzenie biegłego rewidenta za badanie sprawozdania finansowego
przeгляд	wynagrodzenie biegłego rewidenta za przegląd sprawozdań finansowych
inne	wynagrodzenie biegłego rewidenta za inne usługi
inne%	udział wynagrodzenia biegłego rewidenta za inne usługi w wynagrodzeniu ogółem
Big4	firma audytorska z „Wielkiej Czwórki”
grupa_B	liczba jednostek podporządkowanych, w których bank ma bezpośrednio udziały, podlegających konsolidacji
Av Rem MB	średnie wynagrodzenie członka zarządu banku ogółem
Av Rem SB	średnie wynagrodzenie członka rady nadzorczej banku ogółem
Assets	suma bilansowa banku
Equity	kapitały własne banku
EM	mnożnik kapitałowy banku (aktywa / kapitały własne)
Net income	wynik finansowy netto banku
ROA	zwrot na średnich aktywach banku
ROE	zwrot na średnim kapitale własnym banku
C/I	koszty działania banku / wynik działalności bankowej
CAR	współczynnik wypłacalności banku
Compr inc/ Equity	dochód całkowity / kapitał własny banku
Assets growth	roczne tempo wzrostu aktywów banku
NPL	wskaźnik jakości należności
koszty	koszty działania banku
Z	wskaźnik Z – miara stabilności zysków; odległość, jaka dzieli bank od bankructwa
Shareholder	wielkość udziału największego akcjonariusza banku
CG	średni odsetek realizacji <i>Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW</i>

Źródło: oprac. własne.

Monika MARCINKOWSKA

AUDITOR FEES IN POLISH LISTED BANKS

(Summary)

The paper concerns the issue of auditor fees and it presents the analysis of the auditors of Polish listed banks in the years 2009–2012. The study confirms the rule that the audit is primarily made by the entities with the largest market reputation and specialization in banking industry (“Big Four” firms). Total value of the remuneration of the auditor is dependent primarily on the size of the bank group (the number of consolidated entities), as well as the size of the bank in financial terms (equity and net income). The degree of use of the additional services varies greatly between banks. Entities that do not ordered additional services from their auditors (except audit and review of financial statements), pay higher fees for the audit. Thus, the analysis – despite its limitations – confirmed many observations made in the literature.

Keywords: banks, external auditors, audit fees

Marta MAZUROWSKA*

IDEA SPRAWOZDAWCZOŚCI NARRACYJNEJ

Słowa kluczowe: rachunkowość, sprawozdanie finansowe, sprawozdawczość narracyjna, sprawozdawczość zintegrowana

1. Wstęp

Kontynuowanie stosowania dawnych, sprawdzonych rozwiązań może być cnotą w przypadku produkcji wina, wykonywania muzyki klasycznej lub też ochrony praw człowieka jako myśli politycznej. Jednak w przypadku sprawozdawczości finansowej zachowanie status quo jest pewnym przepisem na katastrofę.

Gerhard Mueller (1998)¹

We współcześnie dynamicznie zmieniającym się świecie niezwykle istotną rolę odgrywa proces doskonalenia sprawozdawczości finansowej, będącej końcowym a jednocześnie najważniejszym elementem systemu rachunkowości przedsiębiorstw. Ze względu na zidentyfikowanie luki informacyjnej pomiędzy zasobem informacji dostarczanych w raportach finansowych a oczekiwaniami ich odbiorców, wypracowane zostały nowe, niezwykle interesujące rozwiązania. Jednym z nich jest idea sprawozdawczości narracyjnej, której grono zwolenników w zasięgu globalnym nieustannie się powiększa.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie istoty oraz dylematów związanych z koncepcją sprawozdawczości narracyjnej. Tak sformułowany cel wymaga przyjęcia adekwatnej metody badawczej, jaką w tym przypadku jest krytyczna analiza opisowa.

Punktem wyjścia podjętych rozważań jest przybliżenie istoty rachunkowości oraz sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw. Dalej uwagę

* Doktorantka w Katedrze Rachunkowości, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu; e-mail: marta.mazurowska@ue.poznan.pl

¹ G. Mueller, *The Evolving (New) Model of Business Reporting*, [in:] Börsig/Coenenberg: *Controlling und Rechnungswesen im internationalen Wettbewerb*, Stuttgart 1998.

skupiono na czynnikach determinujących ich współczesny kształt. Kolejna część opracowania została poświęcona istocie koncepcji sprawozdawczości narracyjnej, ze szczególnym uwzględnieniem jej zaawansowanej formy, jaką jest zintegrowana sprawozdawczość przedsiębiorstw. W ostatniej części artykułu uwypuklono zalety i krytykę omawianej koncepcji oraz przedstawiono wynikające z tej analizy wnioski.

2. Istota rachunkowości oraz sprawozdawczości finansowej

Rachunkowość jest zjawiskiem niezwykle złożonym już na poziomie samej definicji. Zarówno w polskiej, jak i zagranicznej literaturze fachowej brak jest spójnego i jednolitego pojmowania rachunkowości. Formułowane są różne określenia – od bardzo wąskich do szerokich i ogólnych. Każde z nich pod innym kątem uwzględnia aktualny stan rozwoju społeczno-gospodarczego, cele, podmiot, zakres oraz funkcje rachunkowości. Zdaniem A. Szychty „występowanie w literaturze fachowej różnorodnych określeń istoty rachunkowości należy uznać za wyraz ewolucji i rozszerzania zakresu badań w ramach nauki rachunkowości, która współcześnie dysponuje już znacznym dorobkiem”².

W najbardziej syntetyczny sposób istotę rachunkowości oddaje powszechnie stosowane w literaturze przedmiotu stwierdzenie, iż rachunkowość jest „językiem biznesu”³. Wielu badaczy tematu idzie o krok dalej, nazywając rachunkowość „międzynarodowym językiem biznesu”⁴, który umożliwia porozumiewanie się wszystkich uczestników życia gospodarczego, co jest możliwe przede wszystkim dzięki rozpowszechnieniu procesu harmonizacji i standaryzacji rachunkowości.

W tym kontekście warto przytoczyć również słowa A. Mytlewskiego, który stwierdza, że rachunkowość można określić mianem „swoistego prekursora, a często nawet i monopolisty w zakresie zasad zaopatrzenia informacyjnego i pozyskiwania informacji ekonomicznych w przedsiębiorstwach”⁵. To właśnie

² A. Szycha, *Teoria rachunkowości Richarda Mattessicha w świetle podstawowych kierunków rozwoju nauki rachunkowości, studium metodologiczne*, Fund. Rozw. Rach. w Polsce, Warszawa 1996, s. 22.

³ A. Kamela-Sowińska, *Dokąd zmierza rachunkowość?*, Forum rachunkowości 2007/3.

⁴ S.T. Surdykowska, *Rachunkowość międzynarodowa*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 1999, s. 33.

⁵ A. Mytlewski, *Monitoring ekonomiczny przedsiębiorstw*, Wyd. UG, Gdańsk 2007, s. 42.

sprawia, iż forma oraz treść informacji komunikowanych otoczeniu poprzez sprawozdanie finansowe, które jest końcowym produktem rachunkowości, budzi obecnie tak wiele kontrowersji. W myśl Założeń Koncepcyjnych MSSF, celem sprawozdawczości finansowej ogólnego przeznaczenia jest dostarczenie informacji finansowych na temat jednostki sprawozdawczej, które są użyteczne dla potencjalnych inwestorów, pożyczkodawców i innych wierzycieli przy podejmowaniu przez nich decyzji o dostarczeniu zasobów dla jednostki. Decyzje te dotyczą kupna, sprzedaży lub posiadania instrumentów kapitałowych i dłużnych oraz udzielania i spłaty pożyczek lub innych form kredytowania⁶.

Należy w tym miejscu podkreślić, iż ze względu na swój cel, wysokiej jakości sprawozdawczość finansowa⁷ wykazuje ścisły związek z jakością nadzoru korporacyjnego⁸. Wynika to z funkcji ładu korporacyjnego jakimi są m.in. informowanie interesariuszy o sytuacji i perspektywach przedsiębiorstwa, zapewnienie systemu monitorowania oraz kontrolowania ryzyka⁹.

3. Ewolucja sprawozdawczości finansowej

Badacze tematu, a wśród nich: K.R. Popper, A.C. Littleton, A.K. Toynbee oraz J. Kmita, jednogłośnie stwierdzają, iż rachunkowość rozwija się w sposób ewolucyjny, a jej rozwój zależy od aktualnych warunków środowiska społecznego. Zdaniem A.C. Littletona, wynikające z tych warunków potrzeby w zakresie zarządzania i podejmowania decyzji gospodarczych są główną siłą

⁶ *Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych*, [w:] *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2013, International Financial Reporting Standards*, SKwP, Warszawa 2014.

⁷ Pod pojęciem sprawozdawczości finansowej autorka rozumie część rachunkowości przedsiębiorstw, której produktem końcowym są sprawozdania finansowe (**J. Samelak**, *Zintegrowane sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego*, Wyd. Uniw. Ekon. w Poznaniu, Poznań 2013, s. 5).

⁸ Nadzór korporacyjny (inaczej: ład korporacyjny, ang. *corporate governance*) nie posiada jednoznacznej definicji. W najprostszym ujęciu pod tym pojęciem rozumie się reguły, według których korporacje są zarządzane i kontrolowane. Niezależnie od przyjętej definicji, elementem łączącym różne koncepcje nadzoru jest dążenie do zapewnienia wysokiej efektywności gospodarowania korporacji (**P. Urbanek**, *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010, s. 15).

⁹ **M. Kwiecień**, *Ład korporacyjny a sprawozdawczość finansowa*, [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG, Wyd. UG, Sopot 2009, s. 224.

motywacyjną aktywności ludzkiej, zmierzającej w kierunku zaspokojenia tych potrzeb¹⁰. W związku z tym nieuniknionym procesem jest okresowe dostosowywanie sprawozdawczości finansowej do zmian potrzeb użytkowników informacji generowanych przez rachunkowość.

Zdaniem autorki, do kluczowych czynników warunkujących kształt współczesnej oraz przyszłej rachunkowości należy zaliczyć: globalizację¹¹, funkcjonowanie w systemie gospodarki opartej na wiedzy¹², kryzys zaufania do rachunkowości oraz kryzys finansowy. Charakter wpływu wymienionych czynników na rachunkowość został zaprezentowany w tab. 1.

TABELA 1: *Czynniki wpływające na kształt współczesnej i przyszłej rachunkowości*

Czynnik	Wpływ na rachunkowość
Globalizacja	Zjawisko globalizacji nie tylko wymogło procesy standaryzacji oraz harmonizacji regulacji rachunkowości o zasięgu międzynarodowym, ale również przyczyniło się do reorientacji gospodarki, gdzie znacząco wzrosło znaczenie wartości intelektualnych oraz zagadnień społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw.
Funkcjonowanie w systemie gospodarki opartej na wiedzy	Transformacja gospodarki z gospodarki industrialnej w gospodarkę opartą na wiedzy jest ściśle związana z procesem globalizacji. Efektem tego procesu jest przede wszystkim potrzeba szerszego uwzględnienia w sprawozdaniach finansowych informacji na temat zasobów niematerialnych, które stały się głównym czynnikiem przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw. Brak tych informacji przyczynia się do powstania istotnej luki informacyjnej, której istnienie wywołuje negatywne zjawiska w skali mikro i makro.

¹⁰ M. Kawa, *Autodynamizm rachunkowości*, Zesz. Teoret. Rady Nauk. 1994/28, s. 72–88.

¹¹ Wyraźnymi, dystynktywnymi cechami współczesnej globalizacji są: a) gwałtowne kurczenie się świata, świat staje się globalną wioską; b) powstanie globalnego rynku finansowego; c) gwałtowny wzrost przepływów zagranicznych inwestycji bezpośrednich; d) zdominowanie gospodarki globalnej przez korporacje transnarodowe; e) większe rozproszenie geograficzne poszczególnych etapów w procesie wytwarzania – brak geograficznej ciągłości łańcucha wartości dodanej w skali globalnej; f) instytucjonalizowanie wielu sfer życia, w tym działalności gospodarczej. Zob. **Orłowska R., Żołądkiewicz K.** (red.), *Globalizacja i regionalizacja w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 2012, s. 20.

¹² Gospodarka oparta na wiedzy, w odróżnieniu od materiałochłonnej gospodarki industrialnej, wykorzystuje potencjał wiedzy oraz informacji. W efekcie zyskują na znaczeniu zasoby niematerialne, zwłaszcza kapitał intelektualny, a w szczególności ludzki, wiedza oraz nowe technologie. W związku z tym, o szansach rozwoju przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu będzie decydować potencjał intelektualny oraz wiedza związana z najnowszymi osiągnięciami współczesnej nauki.

Czynnik	Wpływ na rachunkowość
Kryzys zaufania do rachunkowości	Początek XXI wieku przyniósł spadek zaufania do sprawozdań finansowych i audytu, a mówiąc szerzej: spadek zaufania do rachunkowości. Ujawnienie incydentów fałszowania sprawozdań finansowych wyraźnie pokazało, iż rachunkowości, pomimo iż przyświeca jej szlachetny cel, nie można w pełni wierzyć, ponieważ jakość informacji przez nią generowanych jest zależna od intencji ludzi sporządzających dane finansowe.
Kryzys finansowy	Rachunkowość z pewnością odegrała rolę w trwającym kryzysie gospodarczym, jednak do dzisiaj nie zostało przesądzone, czy można ją dołączyć do grona winowajców (m.in. ze względu na umożliwienie stosowania wyceny w wartości godziwej) czy też, z drugiej strony, można uznać ją jedynie za biernego odbiorcę zdarzeń mających miejsce na świecie w ostatnich latach. Faktem jest, iż kryzys finansowy stał się swoistym katalizatorem dyskusji obejmującej polityków, regulatorów, i innych interesariuszy, którzy zadali sobie pytanie, czy w sprawozdaniach finansowych były ujawniane wszelkie niezbędne, najlepszej jakości informacje o jednostkach gospodarczych, które mogły uchronić inwestorów przed podejmowaniem błędnych decyzji ¹ .

Źródło: oprac. własne.

Oddziaływanie na rachunkowość powyższych czynników w efekcie wywołało potrzebę dokonania istotnych zmian w formie i zawartości informacyjnej sprawozdań finansowych. Było to związane przede wszystkim z istotnym wzrostem zapotrzebowania na informacje użytkowników tych sprawozdań.

Należy w tym miejscu podkreślić, iż jedną z tendencji obserwowanych co najmniej od początku XXI wieku jest wyraźna orientacja sprawozdawczości finansowej na zaspokajanie potrzeb tylko jednej grupy odbiorców, a mianowicie inwestorów,¹³ którzy z kolei skupili swoją uwagę przede wszystkim na obserwowanej od dawna na rynkach kapitałowych różnicy pomiędzy wartością księgową i rynkową spółek. Za przyczynę tej rozbieżności podaje się fakt, iż rynkowa wycena przedsiębiorstw opiera się obecnie w coraz większym stopniu na aktywach niematerialnych, nieujmowanych w sprawozdaniu finansowym, a mianowicie: kapitale intelektualnym, reputacji, kompetencjach kierownictwa, przejrzystości realizowanej strategii, udziale w rynku, wartości marki,

¹³ M. Gmytrasiewicz, *Teoria rachunkowości a Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej*, [w:] *Rachunkowość wczoraj, dziś, jutro*, SKWP, Warszawa 2007, s. 111

satisfakcji klientów i innych zasobach intelektualnych, które tworzą wartość dla właścicieli¹⁴.

Powyższe rozważania skłaniają do stwierdzenia, iż sprawozdawczość finansowa w dotychczas ugruntowanej formie (składająca się tradycyjnie z bilansu, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych, zestawienia zmian w kapitale własnym oraz informacji dodatkowej), nie spełnia oczekiwań jej odbiorców. Jednym z kierunków ewolucji sprawozdawczości przedsiębiorstw na świecie, mającej za zadanie uzupełnienie zidentyfikowanej przez użytkowników luki informacyjnej, jest jej rozbudowana forma określana w literaturze mianem sprawozdawczości narracyjnej.

4. Istota sprawozdawczości narracyjnej

W literaturze przedmiotu brak jest jednoznacznej definicji sprawozdawczości narracyjnej (ang. *narrative reporting*), określanej często mianem raportowania biznesowego. Zgodnie z definicją PWC jest ona pojmowana jako kompleksowy zestaw informacji, uzupełniający dane zawarte w sprawozdaniu finansowym, który ma za zadanie zapewnić jakościowo lepsze zrozumienie przez odbiorców: efektów działalności przedsiębiorstwa, jego pozycji na rynku, strategii, wydajności oraz perspektywy na przyszłość¹⁵. Innymi słowy: sprawozdawczość narracyjna obejmuje wszelkie informacje uzupełniające tradycyjne roczne sprawozdanie finansowe, które przedstawiane są w postaci opisowej, ale również ilościowej, finansowej i niefinansowej¹⁶.

J. Samelak zwraca uwagę, iż raport biznesowy stanowi tak naprawdę zbiór sprawozdań „zawierający zestaw informacji o charakterze finansowym i niefinansowym, niezbędny do zaprezentowania, zrozumienia kontekstu, zdiagnozowania i oceny efektów całokształtu działalności i zasobów przedsiębiorstwa, a także bieżącej i przyszłej jego sytuacji finansowej i rynkowej”¹⁷.

¹⁴ G.K. Świdarska, *Wyzwania dla ekspertów rachunkowości wobec nowych koncepcji raportowania*, [w:] *Rachunkowość wczoraj...*, s. 321.

¹⁵ PWC, *The Future reporting*, <http://www.amec.com/file.axd?pointerID=7373ca89966c4991a7fc53bdebe1ad78>; stan na dzień 08.01.2014 r.

¹⁶ Deloitte, *Write to reason*, http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/UK_Audit_Writeoreason_06.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.

¹⁷ J. Samelak, *Zintegrowane...*, s. 118.

Wśród najbardziej rozpowszechnionych w praktyce gospodarczej raportów dodatkowych do rocznego sprawozdania finansowego Samelak wyróżnił¹⁸:

1. sprawozdanie z działalności przedsiębiorstwa (ang. *management commentary*), określane mianem „najbardziej interesującego elementu rocznego raportu biznesowego, który pozwala zarządzającym na przedstawianie wyjaśnień do opublikowanych informacji finansowych, w celu przedstawienia celów i przyszłej strategii działania przedsiębiorstwa”¹⁹;
2. sprawozdanie z ryzyka gospodarczego w przedsiębiorstwie (ang. *risk report*), które stanowi jeden z elementów efektywnego procesu zintegrowanego zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie²⁰;
3. sprawozdanie z wpływu działalności przedsiębiorstwa na środowisko naturalne (ang. *environment report*), które jest efektem wyraźnego wzrostu znaczenia i zainteresowania ochroną środowiska w skali regionalnej i globalnej;
4. sprawozdanie o kapitale intelektualnym przedsiębiorstwa (ang. *intellectual capital report*), celem którego jest przekazanie interesariuszom informacji o efektywnym zarządzaniu zasobami niematerialnymi w przedsiębiorstwie;
5. sprawozdanie ze społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw (ang. *Corporate Social Responsibility Report*), uwzględniające efekty działań przedsiębiorstwa w ramach koncepcji Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw²¹.

¹⁸ *Ibidem*, s. 119–147.

¹⁹ **Deloitte**, *It is not what you think it is. The importance of narrative reporting*, https://www.deloitte.com/assets/Dcom_ebanon/Local%20Assets/Documents/ME%20PoV/ME%20PoV%20issue%205/POV%205%20It's%20not%20what%20you%20think%20it%20is.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.

²⁰ Zintegrowane zarządzanie ryzykiem jest definiowane jako proces, w którym przedsiębiorstwo szacuje, wykorzystuje, kontroluje, finansuje i raportuje wszystkie rodzaje ryzyka w celu osiągnięcia krótkoterminowego i długoterminowego wzrostu wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa. (**K. Jajuga**, *Enterprise Risk – Systematization and Implementation Issues*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec., 2007/455, s. 65–66).

²¹ Społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw definiuje się m.in. jako: „koncepcję, według której przedsiębiorstwa na etapie budowania strategii dobrowolnie uwzględniają interesy społeczne i ochronę środowiska, a także relacje z różnymi grupami interesariuszy”. (**M. Blanke, N. Gorynia-Pfeffe**, *CSR-Kompedium. Organizacje w Polsce i Niemczech oraz w jaki sposób wspierają one społeczną odpowiedzialność biznesu przedsiębiorstw*, 2008, http://www.upj.de/fileadmin/user_upload/MAINdateien/Publikationen/upj_rkw_csr-kompedium2008.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.). Należy w tym miejscu podkreślić, iż jednym z głównych narzędzi Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw jest nadzór

Obecnie jednak na świecie nieustannie zyskuje na znaczeniu koncepcja zintegrowanej sprawozdawczości przedsiębiorstw, która ma na celu połączenie wszystkich sprawozdań sporządzanych przez przedsiębiorstwa w jeden spójny raport biznesowy. Idea ta jest stosunkowo młoda, o czym świadczy krótka historia odpowiedzialnych za nią instytucji. Pierwszym kamieniem milowym było powstanie w 2004 roku organizacji Rachunkowość dla Zrównoważonego Rozwoju (ang. *Accounting for Sustainability – A4S*) pod patronatem Karola, księcia Walii²². W chwili obecnej na rzecz idei sprawozdawczości zintegrowanej działają m.in. takie organizacje jak: Integrated Reporting Committee of South Africa (IRC SA), Integrated Reporting Committee (IRC), Special Committee on Enhanced Business Reporting (EBR) – utworzony w styczniu 2003 r. przez American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) oraz organizacja Global Reporting Initiative (GRI), która wraz z A4S powołała International Integrated Reporting Council – IIRC. Do organizacji propagujących ideę raportowania zintegrowanego należy zaliczyć również Unię Europejską.

Zgodnie z definicją IIRC, zintegrowany raport łączy w sobie istotne informacje na temat strategii, zarządzania, efektywności i perspektyw organizacji, by odzwierciedlić ekonomiczny, społeczny i środowiskowy kontekst jej funkcjonowania. Raport powinien przedstawiać jasno i zwięźle sposób, w jaki przedsiębiorstwo jest zarządzane i jak tworzy wartość. W zamyśle IIRC, zintegrowana sprawozdawczość ma połączyć najbardziej istotne elementy informacji, przedstawiane obecnie w oddzielnych dokumentach, w spójną całość, a co najistotniejsze, uchwycić zachodzące między nimi relacje oraz wyjaśnić, w jaki sposób wpływają one na zdolność przedsiębiorstw do tworzenia i utrzymania wartości w krótkim, średnim i długim terminie²³.

Należy podkreślić, że spółki zaczęły publikować pierwsze raporty zintegrowane zanim problem ten znalazł szersze ujęcie w literaturze²⁴. Jest to przykład wpływu praktyki na podejmowanie w teorii nowych obszarów badawczych.

korporacyjny (<http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl/baza-wiedzy/o-csr/co-to-jest-csr.html>; stan na dzień 08.01.2014 r.).

²² **K. Kobiela-Pionnier**, *Sprawozdawczość zintegrowana: koncepcja raportowania osiągnięć przedsiębiorstwa na miarę XXI wieku*, Zesz. Teoret. Rach. 2012/66 (122), s. 76.

²³ **IIRC**, *Towards Integrated Reporting, Communicating Value in 21st Century*, 2011, http://unglobalcompact.org/docs/news_events/9.1_news_archives/2011_09_12/Towards_Integrated_Reporting_12Sep11.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.

²⁴ **R.G. Eccles, K. Armbruster**, *Integrated Reporting in the Cloud: Two Disruptive Ideas Combined*, IESE Insight, First Quarter 2011/8, s. 13.

Przyjmuje się, że zintegrowane raporty roczne sporządza obecnie ok. 3% spółek na świecie i odsetek ten z roku na rok wzrasta²⁵.

5. Krytyka idei sprawozdawczości narracyjnej

W literaturze przedmiotu zwolennicy koncepcji sprawozdawczości narracyjnej wymieniają szereg zalet tej formy raportowania, m.in.²⁶:

- a) ujawnianie informacji faktycznie odpowiadających potrzebom inwestorów,
- b) lepsze dostosowanie informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych i informacji wykorzystywanych przez kierownictwo w procesie podejmowania decyzji,
- c) poszerzenie zakresu informacji,
- d) zwiększenie przejrzystości,
- e) skuteczniejsze zarządzanie ryzykiem,
- f) większe zaangażowanie interesariuszy,
- g) podniesienie poziomu ufności kluczowych interesariuszy,
- h) harmonizacja metodologii sprawozdawczych,
- i) redukcja kosztów i ułatwienie dostępu do kapitału dzięki zwiększeniu zakresu ujawnianych informacji,
- j) lepsza alokacja zasobów,
- k) zwiększenie satysfakcji pracowników,
- l) niższe ryzyko utraty reputacji.

Jak zauważyła Świdarska, „szerszy zakres ujawnień w raportach rocznych przynosi korzyści nie tylko dla spółki i jej interesariuszy, ale również dla całej gospodarki. Są one związane z:

- efektywniejszą alokacją kapitału,
- zwiększeniem płynności rynków kapitałowych,

²⁵ **KPMG**, *Integrated Reporting. Closing the Loop of Strategy*, London, pp. 3, 2010, <http://www.kpmg.com/GR/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Sustainability/Documents/Sustainable-insight-April-2010.pdf>; stan na dzień 08.01.2014 r.

²⁶ **Deloitte**, *Biuletyn MSSF – Naprzeciw Standardom*, 08/2011, http://www.deloitte.com/assets/DcomPoland/Local%20Assets/Documents/Newslettery/Biuletyn%20MSSF/pl_Biuletyn_MSSF_2011_8.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r. oraz **J. Krasodomska**, *Zintegrowana sprawozdawczość spółek w 2020 roku*, Zesz. Teoret. Rach. 2012/66 (122), s. 101–110.

– dodatkowym efektem inwestycyjnym, wynikającym z użytkowania kapitału pozyskanego po mniejszym koszcie²⁷.

Jednak obserwacja sposobu praktycznej realizacji idei raportowania biznesowego nasuwa szereg wątpliwości, dotyczących użyteczności, a wręcz samego sensu omawianej formy sprawozdawczości.

Niezwykle trafne zarzuty pod adresem *narrative reporting* formułuje w swoich wypowiedziach A. Karmańska, stwierdzając m.in.: „uważam, że rachunkowość obroni się w tym trudnym czasie, ale tylko wówczas, gdy będzie bardzo ostrożna w otwieraniu się na przyjmowanie na siebie coraz to nowych zadań związanych z raportowaniem narracyjnym, którego coraz więcej wokół! [...] Niebezpieczna staje się dla jakości informacji produkowanej przez rachunkowość tendencja rozciągania «rachunkowości» po to chyba, aby objąć nią coraz więcej, coraz to nowych obszarów [...]»²⁸. „Dzieje się tak, ponieważ identyfikuje się, albo wręcz kreuje, popyt na szerokie potrzeby informacyjne. Dzieje się tak również i dlatego, że kto pierwszy w tym biegu pokaże coś nowego, staje się znany, nagłaśniany, osiąga przewagę konkurencyjną²⁹. „[...] W takich warunkach, jak się wydaje, jedynym «twardym» dowodem osiągnięć przedsiębiorstwa byłoby zeznane o dochodzie, rokrocznie składane w urzędzie skarbowym na formularzach CIT lub PIT³⁰.

Nie sposób nie zgodzić się z Karmańską, która w swoich wypowiedziach poruszyła istotny problem, jakim jest wykorzystywanie informacji pochodzących z rocznych raportów nie w roli narzędzia rzetelnej komunikacji informacji o przedsiębiorstwie, ale w funkcji instrumentu marketingowego, który ma za zadanie jedynie oddziaływać na zachowania odbiorców sprawozdania.

Ten jakże ważki problem roli i istoty sprawozdawczości narracyjnej staje się jeszcze poważniejszy, gdy zadamy sobie pytanie o rzeczywisty sposób, a wręcz granice percepcji informacji pochodzących z raportów biznesowych

²⁷ G.K. Świdarska, *Wyzwania...*, s. 330.

²⁸ A. Karmańska, *Etyka w księgowości uwiarygodnia obrót gospodarczy*, wywiad dla portalu Księgowi przyszłości, <http://www.księgowiprzyszlosci.pl/bazawiedzy/id/22?page=5>; stan na dzień 08.01.2014 r.

²⁹ Eadem, *Nauka rachunkowości, proces poznawczy, paradygmaty i prawda w rachunkowości – garść ustaleń i refleksji*, Zesz. Teoret. Rach. 2013/71 (127), s. 125.

³⁰ Eadem, *Rachunkowość małych i średnich przedsiębiorstw – tło dla zmian*, Rachunkowość 2013/6, s. 2.

w ujęciu rachunkowości behawioralnej³¹, odrzucając nierealne założenie o istnieniu w pełni racjonalnego *homo oeconomicus*³².

Bo jeśli inwestorzy nie podejmują decyzji w sposób racjonalny, jeśli popełniają liczne błędy w przetwarzaniu i interpretowaniu informacji, jeśli na rynku kapitałowym występują anomalie, których nie da się racjonalnie wytłumaczyć – to czy informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym można uznać za użyteczne w podejmowaniu decyzji przez inwestorów³³?

Wyniki badań – na temat wykorzystania przez prywatnych i instytucjonalnych inwestorów różnorodnych kanałów informacyjnych oraz ich preferencji w zakresie dywidend czy korzystania z prawa głosu przypisanego do akcji – przeprowadzonych na przełomie 2007 i 2008 roku (powtórzenie badań z roku 2004) przez Niemiecki Instytut Akcyjny (Deutsches Aktieninstitut – DAI) nie pozostawiają złudzeń³⁴. Wyniki badania zostały opublikowane przez DAI w styczniu 2009 r., (należy w tym miejscu wyraźnie podkreślić, iż nie pokazują one jednak jeszcze skutków kryzysu finansowego, gdyż badanie przeprowadzono w czasie, gdy giełdy były w miarę stabilne, a zaufanie inwestorów do sprawozdawczości finansowej – dość wysokie).

³¹ W badaniach z zakresu behawioralnej rachunkowości stosowane są teorie i metody dyscyplin behawioralnych, takich jak psychologia i socjologia, w celu określenia powiązań między zachowaniem osób podejmujących decyzje i wykonujących określone zadania, a informacjami generowanymi przez rachunkowość i stosowanymi w niej procedurami. (N. Artienwicz, *Rachunkowość behawioralna jako interdyscyplinarny nurt rachunkowości i społecznych nauk o zachowaniu*, Zesz. Teoret. Rach. 2013/71 (127), s. 20).

³² O „zmiernych”, a wręcz „śmierci”, *homo oeconomicus* piszą w kontekście szeroko pojętej ekonomii m.in. T. Sedláček, D. Orrel, *Zmierch homo oeconomicus*, Wyd. Studio Emka, Warszawa 2012 oraz M. Shermer, *Rynkowy umysł*, Wyd. CIS, Warszawa 2009.

³³ M. Masztalerz, *Użyteczność sprawozdań finansowych w świetle finansów klasycznych i behawioralnych*, Zesz. Teoret. Rach., 2010/57 (113), s. 35.

³⁴ Na zlecenie DAI, uniwersytety Humboldta (Berlin) oraz Ruhr (Bochum) skierowały na przełomie 2007/2008 roku ankiety do 460 tys. prywatnych akcjonariuszy spółki Deutsche Post oraz do 1482 przypadkowo wylosowanych inwestorów instytucjonalnych. W grupie inwestorów prywatnych uzyskano ponad 36 tys. odpowiedzi zakwalifikowanych jako reprezentatywne (9,5%), a w grupie inwestorów instytucjonalnych odpowiedziało 149 instytucji (10%). (*Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre. Eine Befragung von privaten und institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Wahrnehmung von Stimmrechten*, Studien des Deutschen Aktieninstituts, styczeń 2009/42, cyt za: M. Szewc, *Czy inwestorzy doceniają sprawozdanie finansowe*, Rachunkowość 2009/9, s. 24–27).

Zdaniem ekspertów oceniających wyniki ankiety, znaczna część publikowanych przez spółki informacji finansowych nie jest w ogóle wykorzystywana przez prywatnych inwestorów, którzy czują się przytłoczeni nadmierną ilością informacji finansowych. W przeciwieństwie do nich, inwestorzy instytucjonalni bardziej intensywnie wykorzystują kwartalne i roczne sprawozdania finansowe. W opinii ekspertów, rosnące wymogi w zakresie ujawnień relatywnie odpowiadają potrzebom informacyjnym inwestorów instytucjonalnych, podczas gdy inwestorom prywatnym nie przynoszą bezpośredniego pożytku (informacje o sytuacji gospodarczej spółki pozyskują oni z pośrednich źródeł, takich jak prasa, telewizja i internetowe portale ekonomiczne)³⁵.

Co ciekawe, wyżej wspomniani eksperci rekomendują podjęcie działań zaradczych, polegających na przygotowywaniu skondensowanych informacji z najistotniejszych części sprawozdania finansowego w postaci streszczenia, co stoi w absolutnej sprzeczności z koncepcją sprawozdawczości narracyjnej.

Jeśli spojrzymy obiektywnie na problem sprawozdawczości narracyjnej, wyniki badań zaprezentowane przez niemieckich badaczy nie są zaskakujące. Jak stwierdza A. Kamela-Sowińska, „bez wątpienia najważniejszą cechą sprawozdań finansowych jest ich użyteczność. Cecha ta, kształtowana przez wieki rozwoju rachunkowości, decydowała i nadal decyduje o istnieniu tej dyscypliny i zapotrzebowaniu na dostarczane dane”³⁶. Kamela-Sowińska wśród atrybutów użyteczności sprawozdań finansowych wymienia przede wszystkim ich: kompletność, terminowość, porównywalność, wartość prognostyczną i zrozumiałość. Należy w tym miejscu zadać pytanie, czy w przypadku sprawozdawczości narracyjnej możemy mówić o kompletności informacji, skoro brak jest jakichkolwiek granic i ram jej prezentacji (czy zawierający 200–300 stron raport jest już kompletny, czy jeszcze nie?). Większym problemem okazuje się zachowanie atrybutu porównywalności (obszerne informacje, głównie opisowe, tworzone w dowolny sposób – czy można porównać ich zawartość informacyjną, czy tylko kunszt literacki sporządzającego?) oraz zrozumiałości (co jest efektem braku respektowania wcześniej wymienionych warunków?).

Biorąc pod uwagę powyższe rozważania, można wysunąć w tym miejscu fundamentalną wątpliwość: czy poprawnym jest utożsamianie modelu sprawozdawczości narracyjnej z ewolucyjną formą sprawozdawczości finansowej,

³⁵ *Ibidem*.

³⁶ A. Kamela-Sowińska, *Rachunkowość na zakręcie*, [w:] *Rachunkowość wczoraj, dziś, jutro*, SKwP, Warszawa 2007, s. 140–142.

generowanej przez system rachunkowości, czy też należy traktować ją jako odrębny byt? Jak zauważył J. Samelak: „roczne sprawozdanie finansowe – jako produkt końcowy rachunkowości – jest sporządzane zgodnie z wymogami jakościowymi i zasadami je realizującymi, określonymi przez przepisy prawa i inne regulacje rachunkowości. Mylnie natomiast sprawozdanie finansowe bywa utożsamiane z rocznym raportem finansowym przedsiębiorstwa, który jest pojęciem istotnie szerszym, powstałym ewolucyjnie przez dodawanie do rocznego sprawozdania dodatkowych sprawozdań i raportów tematycznych, dotyczących efektów różnych aspektów działalności przedsiębiorstwa, jak również zasobów nieujętych w jego sprawozdaniu finansowym”³⁷.

Powyższe wątpliwości potwierdza Gmytrasiewicz stwierdzeniem, iż „dodatkowe raporty podmiotów gospodarczych niewątpliwie wychodzą poza ramy obowiązkowych sprawozdań finansowych; zawierają informacje niefinansowe, często niemierzalne, nieskorelowane ani formalnie, ani merytorycznie z ogólną metodologią rachunkowości”³⁸.

6. Zakończenie

Jak stwierdza Kamela-Sowińska: „nowoczesna rachunkowość musi być jakościowo lepsza od tradycyjnej, choć ustalenie kryterium tego zjawiska nie jest proste”³⁹. Czy w takim razie można stwierdzić, że koncepcja sprawozdawczości narracyjnej jest jakościowo lepsza od tradycyjnej formuły rocznych raportów przedsiębiorstw, ugruntowanych w praktyce rachunkowości na przestrzeni lat?

Biorąc pod uwagę rozważania przedstawione w niniejszym artykule, trudno jest udzielić jednoznacznej odpowiedzi na to pytanie.

Z jednej strony, wysoki poziom złożoności współczesnego świata gospodarczego przyczynił się do powstania luki pomiędzy zawartością informacyjną sprawozdań finansowych a zapotrzebowaniem na informacje ich użytkowników. Dla otoczenia coraz mniejszą rolę zaczęła odgrywać jasna i rzetelna

³⁷ J. Samelak, *Zintegrowane sprawozdanie...*, s. 115.

³⁸ M. Gmytrasiewicz, *Wybrane problemy teoretyczne współczesnej rachunkowości*, [w:] *Problemy współczesnej rachunkowości*, Oficyna Wyd. SGH w Warszawie, Warszawa 2009, s. 137–138.

³⁹ A. Kamela-Sowińska, *Sprawozdawczość społeczna. Czy to jeszcze rachunkowość?*, [w:] *Problemy współczesnej...*, s. 227.

informacja majątkowo-finansowa, w zamian za co wzrosła ranga czynników pozafinansowych, które pozostają poza zasięgiem tradycyjnej sprawozdawczości. Swoistym rozwiązaniem tego problemu miała być koncepcja sprawozdawczości narracyjnej.

Z drugiej jednak strony, należy stwierdzić, iż idea ta w praktyce wymknęła się spod kontroli, przez co w wielu przypadkach stała się kilkusetstronicową karykaturą obrazu przedsiębiorstwa, służącą głównie do celów marketingowych i zawierającą ogrom informacji absolutnie nieużytecznych dla ich odbiorców. Fakt ten potwierdzają wyniki badań przeprowadzonych przez niemieckich naukowców, którzy wykazali, że prywatni inwestorzy, przytłoczeni pojemnością informacyjną raportów biznesowych, wolą czerpać informacje dotyczące spółek z masowych środków przekazu niż z rachunkowości, która miała być „bastionem rzetelności i wiarygodności w świecie szacunków, liczb, przybliżeń i trudnej predykcji co do nawet najbliższej przyszłości”⁴⁰.

Trudno się temu dziwić. Odbiorcy sprawozdań to przecież konkretne jednostki, którym daleko do idealnego obrazu *homo oeconomicus*. Dlatego też potrzebują oni jasnej i rzetelnej, ale – przede wszystkim – syntetycznej informacji, umożliwiającej podejmowanie decyzji finansowych.

Autorka, w świetle zaprezentowanych w artykule wad sprawozdawczości narracyjnej i negatywnych opinii jej dotyczących, sugeruje rozważenie nowego rozwiązania, a mianowicie: publikowania – równoległe do kompleksowych raportów biznesowych – ich skondensowanej wersji, prezentującej najistotniejsze części sprawozdania finansowego w postaci streszczenia. W takim streszczeniu powinny znaleźć się informacje z tradycyjnych sprawozdań finansowych (bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych oraz zestawienie zmian w kapitale własnym wraz z notami objaśniającymi) oraz kilkustronicowa informacja obejmująca najważniejsze dane dotyczące pozostałych aspektów działalności jednostki. W takim przypadku osoby zainteresowane informacjami o danym przedsiębiorstwie mogłyby wybrać, czy chcą skorzystać z syntetycznej wersji raportu, czy też zagłębić się w wielostronicowej lekturze.

⁴⁰ A. Karmańska, *Etyka w księgowości...*

Bibliografia

Opracowania:

- Artienwicz N.**, *Rachunkowość behawioralna jako interdyscyplinarny nurt rachunkowości i społecznych nauk o zachowaniu*, Zesz. Teoret. Rach. 2013/71 (127).
- Eccles R.G., Armbruster K.**, *Integrated Reporting in the Cloud: Two Disruptive Ideas Combined*, IESE Insight, First Quarter 2011/8.
- Gmytrasiewicz M.**, *Teoria rachunkowości a Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej*, [w:] *Rachunkowość wczoraj, dziś, jutro*, SKwP, Warszawa 2007.
- Gmytrasiewicz M.**, *Wybrane problemy teoretyczne współczesnej rachunkowości*, [w:] *Problemy współczesnej rachunkowości*, Oficyna Wyd. SGH w Warszawie, Warszawa 2009.
- Jajuga K.**, *Enterprise Risk – Systematization and Implementation Issues*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec. 2007/455.
- Kamela-Sowińska A.**, *Dokąd zmierza rachunkowość?*, Forum rachunkowości, maj–czerwiec 2007/3.
- Kamela-Sowińska A.**, *Rachunkowość na zakręcie*, [w:] *Rachunkowość wczoraj, dziś, jutro*, SKwP, Warszawa 2007.
- Kamela-Sowińska A.**, *Sprawozdawczość społeczna. Czy to jeszcze rachunkowość?*, [w:] *Problemy współczesnej rachunkowości*, Oficyna Wyd. SGH, Warszawa 2009.
- Karmańska A.**, *Nauka rachunkowości, proces poznawczy, paradygmaty i prawda w rachunkowości – garść ustaleń i refleksji*, Zesz. Teoret. Rach. 2013/71 (127).
- Karmańska A.**, *Rachunkowość małych i średnich przedsiębiorstw – tło dla zmian*, Rachunkowość 2013/6.
- Kawa M.**, *Autodynamizm rachunkowości*, Zesz. Teoret. Rady Nauk. 1994/28.
- Kobiela-Pionnier K.**, *Sprawozdawczość zintegrowana: koncepcja raportowania osiągnięć przedsiębiorstwa na miarę XXI wieku*, Zesz. Teoret. Rach. 2012/66 (122).
- Krasodomska J.**, *Zintegrowana sprawozdawczość spółek w 2020 roku*, Zesz. Teoret. Rach. 2012/66 (122).
- Kwiecień M.**, *Ład korporacyjny a sprawozdawczość finansowa*, [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*. Prace i Materiały Wyd. Zarządz. UG, Wyd. UG, Sopot 2009.
- Masztalercz M.**, *Użyteczność sprawozdań finansowych w świetle finansów klasycznych i behawioralnych*, Zesz. Teoret. Rach. 2010/57 (113).
- Mueller G.**, *The Evolving (New) Model of Business Reporting*, [in:] *Börsig/Coenenberg: Controlling und Rechnungswesen im internationalen Wettbewerb*, Stuttgart 1998.
- Mytlewski A.**, *Monitoring ekonomiczny przedsiębiorstw*, Wyd. UG, Gdańsk 2007.
- Orłowska R., Żołądkiewicz K.** (red), *Globalizacja i regionalizacja w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 2012.
- Samelak J.**, *Zintegrowane sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego*, Wyd. Uniw. Ekon. w Poznaniu, Poznań 2013.
- Shermer M.**, *Rynkowy umysł*, Wyd. CIS, Warszawa 2009.
- Sedláček T., Orrel D.**, *Zmierzch homo oeconomicus*, Wyd. Studio Emka, Warszawa 2012.
- Surdykowska S.T.**, *Rachunkowość międzynarodowa*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 1999.

- Szychta A.**, *Teoria rachunkowości Richarda Mattessicha w świetle podstawowych kierunków rozwoju nauki rachunkowości, studium metodologiczne*, Fund. Rozw. Rach. w Polsce, Warszawa 1996.
- Świdorska G.K.**, *Wyzwania dla ekspertów rachunkowości wobec nowych koncepcji raportowania*, [w:] *Rachunkowość wczoraj, dziś, jutro*, SKwP, Warszawa 2009.
- Szewc M.**, *Czy inwestorzy doceniają sprawozdanie finansowe* [w:] *Rachunkowość 2009/9*.
- Urbanek P.**, *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.
- Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre. Eine Befragung von privaten und institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Wahrnehmung von Stimmrechten*, Studien des Deutschen Aktieninstituts, styczeń 2009/42.

Strony internetowe:

- Blanke M., Gorynia-Pfeffe N.**, *CSR-Kompodium. Organizacje w Polsce i Niemczech oraz w jaki sposób wspierają one społeczną odpowiedzialność biznesu przedsiębiorstw*, 2008, http://www.upj.de/fileadmin/user_upload/MAINdateien/Publikationen/upj_rkw_csr-kompodium2008.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.
- Cerans K., Pust Shah S.**, *Narrative reporting reform. Just rearranging the deckchairs?*, <http://hb.betterregulation.com/external/Narrative%20reporting%20-%2013%20Feb%2013.pdf>; stan na dzień 08.01.2014 r.
- Deloitte**, 2006, *Write to reason*, http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/UK_Audit_Writetoreason_06.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.
- Deloitte**, 2011, *It is not what you think it is. The importance of narrative reporting*, https://www.deloitte.com/assets/Dcom_Lebanon/Local%20Assets/Documents/ME%20PoV/ME%20PoV%20issue%205/POV%205%20It's%20not%20what%20you%20think%20it%20is.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.
- Deloitte**, 08/2011, *Biuletyn MSSF – Naprzeciw Standardom*, http://www.deloitte.com/assets/Dcom-land/Local%20Assets/Documents/Newslettery/Biuletyn%20MSSF/pl_Biuletyn_MSSF_2011_8.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.
- Karmańska A.**, *Etyka w księgowości uwiarygodnia obrót gospodarczy*, wywiad dla portalu Księgowi przyszłości, <http://www.księgowiprzyszlosci.pl/bazawiedzy/id/22?page=5>; stan na dzień 08.01.2014 r.
- KPMG**, 2010, *Integrated Reporting. Closing the Loop of Strategy*, London, pp. 3, <http://www.kpmg.com/GR/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Sustainability/Documents/Sustainable-insight-April-2010.pdf>; stan na dzień 08.01.2014 r.
- IIRC**, 2011, *Towards Integrated Reporting. Communicating Value in 21st Century*, http://unglobalcompact.org/docs/news_events/9.1_news_archives/2011_09_12/Towards_Integrated_Reporting_12Sep11.pdf; stan na dzień 08.01.2014 r.
- PWC**, *The Future reporting*, <http://www.amec.com/file.axd?pointerID=7373ca89966c4991a7fc53bdebe1ad78>; stan na dzień 08.01.2014 r.
<http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl/baza-wiedzy/o-csr/co-to-jest-csr.html>; stan na dzień 08.01.2014 r.

Marta MAZUROWSKA

THE CONCEPT OF NARRATIVE REPORTING

(Summary)

The process of improving financial reporting plays an extremely vital role in today's fast changing reality. The aim of the present article is to explore the essence and dilemmas associated with the concept of narrative reporting. Adopting such perspective requires selecting adequate research method, which, in this case, is the critical descriptive analysis. The fundament for present considerations will be the study of the essence of accounting and corporate financial reporting. Further analysis will focus on the factors determining the contemporary shape of these two concepts. The consecutive part of the article is devoted to the notion of narrative reporting, with particular attention given to its most advanced form, that is integrated reporting. The final part of the text highlights the strengths as well as critical voices regarding narrative reporting and shows the conclusions that can be drawn from the application of such analytic approach.

Keywords: accounting, financial report, narrative reporting, integrated reporting

Rafał MORAWCZYŃSKI*

MECHANIZMY KSZTAŁTOWANIA ŁADU KORPORACYJNEGO STOSOWANE PRZEZ FUNDUSZE *VENTURE CAPITAL* W INWESTYCJACH W POLSCE¹

Słowa kluczowe: *venture capital*, ład korporacyjny, inwestycje, rynek kapitałowy, przedsiębiorczość

1. Wstęp

Fundusze *venture capital* (dalej: VC) są pośrednikami finansowymi, wyspecjalizowanymi w inwestowaniu w przedsiębiorstwa na różnym etapie ich rozwoju. Koncentrują się na prywatnej części rynku kapitałowego, a więc na ogół nie inwestują w spółki notowane na giełdzie. W Polsce pojawiły się szybko po rozpoczęciu transformacji ustrojowej. Choć na świecie zgromadzono już dużo wiedzy na temat istoty i uwarunkowań ich działalności, to ciągle istnieje potrzeba kolejnych badań, ponieważ problematyka ta jest silnie uwarunkowana wpływem kontekstu lokalnego. W jednej z nielicznych prac dotyczących Polski, D. Klonowski pokazuje jak rozwój instytucjonalny kształtował rozwój branży VC w Polsce. Badacz zwraca uwagę na zmiany w zakresie prawa, podatków, standardów rachunkowości i ładu korporacyjnego². Ład korporacyjny w niniejszym opracowaniu traktowany jest bardzo szeroko i jego rozumienie bliskie jest temu, które zaproponowali A. Shleifer i R. Vishny, definiując go jako cały system kontroli, za pomocą którego daw-

* Dr, Katedra Przedsiębiorczości i Innowacji, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie; e-mail: rafal.morawczynski@uek.krakow.pl

¹ Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC – 2012/05/B/HS4/04174.

² **D. Klonowski**, *Private equity in Poland after two decades of development: evolution, industry drivers, and returns*, *Venture Capital* 2011/13/4, s. 295–311.

ca finansowania dla przedsiębiorstwa zwiększa swoje szanse na uzyskania pożądanego stopnia zwrotu z inwestycji³. W pracy położono nacisk na analizę sytuacji firm przedsiębiorczych, to znaczy znajdujących się na stosunkowo wczesnym etapie rozwoju i nieprzechodzących wcześniej prywatyzacji. W ten sposób uwypuklono istotę relacji, jaka rozwija się między przedsiębiorcami a dawcami kapitału dla założonych przez nich firm.

Po uzasadnieniu wyboru problemu badawczego i przedstawieniu celu, przeprowadzono dyskusję teoretyczną, a następnie zilustrowano omawiane zagadnienia na podstawie danych zebranych na próbie dwunastu spółek debiutujących na GPW w Warszawie, posiadających w akcjonariacie kapitał VC w momencie przeprowadzania pierwszej oferty publicznej.

2. Problem badawczy i cel badania

Problem badawczy związany jest ze specyfiką systemu ładu korporacyjnego wdrażanego w spółkach będących współwłasnością (w bardzo rzadkich przypadkach całkowitą własnością) funduszy wysokiego ryzyka – *venture capital*. Spółki kapitałowe są własnością więcej niż jednej osoby (fizycznej lub prawnej), co tworzy sytuację, w której interesy różnych stron mogą od siebie odbiegać, prowadząc do konfliktów i wynikających z tego kosztów. Szczególnym przypadkiem tego problemu jest relacja agencji między inwestorami a przedsiębiorcami (menedżerami). Rozdzwięk interesów dawców i biorców kapitału prowadzi do kosztów wynikających z możliwości wykorzystywania kapitału dla celów innych niż rozwój spółek, nazywanych kosztami agencji. Fundusze *venture capital*, inwestując w rozwijające się przedsiębiorstwa, narażają się więc na koszty agencji. Aby sobie z nimi radzić, wypracowały szereg sposobów zmniejszania ich. Choć problematyka ta jest dosyć intensywnie rozpoznana w literaturze światowej, to – jak się wydaje – w warunkach polskich istnieje w tym zakresie ciągle luka, stwarzająca okazję do badania. W badaniach zagadnień ładu korporacyjnego kontekst lokalny zawsze tworzy nowe pole dla analiz, z uwagi na niepowtarzalną konfigurację czynników prawnych, ekonomicznych, społecznych, kulturalnych i historycznych (zależność od ścieżki). Zauważono na przykład, że czynnik kulturalny w postaci wysokiego kolektywizmu społeczeństw azjatyck-

³ A. Shleifer, R. Vishny, *A survey of corporate governance*, Journal of Finance 1997/52/2, s. 737–783.

kich działa jako częściowy substytut dla braku dobrze rozwiniętych instytucji formalnych na tamtejszym rynku kapitałowym. Dostrzeżono też, że konkretne rozwiązania wypracowane przez samą branżę funduszy VC stają się z czasem quasi-instytucjami, powszechnie akceptowanymi w danym środowisku, co jest przykładem wpływu kontekstu historycznego. Ponieważ polski rynek kapitałowy również tworzy odrębny kontekst prawny, ekonomiczny, społeczny, kulturalny i historyczny, można się spodziewać, że odrębność ta implikuje specyficzny typ rozwiązań w zakresie ładu korporacyjnego stosowanych przez działające w Polsce fundusze *venture capital*.

Celem pracy jest zbadanie specyfiki systemu ładu korporacyjnego w spółkach, w których akcjonariuszami są działające w Polsce fundusze *venture capital*. Analiza dotyczy struktury własności i głosów w spółkach, stosowanych mechanizmów nadzoru i motywacji.

Badane zjawisko przedstawiane jest w formie opisowej, dlatego nie stawia się żadnej hipotezy. Taki zabieg uzasadniony jest słabym rozpoznaniem problemu w warunkach polskich i małym zaawansowaniem zgromadzonej wiedzy. Dlatego na tym etapie badań – jak się wydaje – cenniejszy jest opis zjawiska, który może stać się dopiero podstawą weryfikacji szczegółowych hipotez wyłaniających się z zastanej sytuacji.

3. Ryzyko agencji w relacji VC – spółka portfelowa

Dwoma podstawowymi typami ryzyk, którymi zarządzają VC w danej inwestycji, są: ryzyko rynkowe oraz ryzyko agencji. Fundusze VC używają w tym celu odrębnych instrumentów rozwiniętych w kilkudziesięcioletniej historii ich działalności na świecie. Ryzyko rynkowe wiąże się z istotą działania przedsiębiorstwa, posiadaniem przez nie produktem, charakterystyką rynku docelowego (dynamika, struktura, uwarunkowania), stosowanym modelem biznesu. Ryzyko rynkowe dotyczy więc tego, czy i w jakim stopniu konkretny podmiot narażony jest na skutki walki konkurencyjnej, dysponując konkretną ofertą produktową, i czy jest w stanie w tych warunkach tworzyć wartość dodaną. Ryzyko agencji w tym kontekście wynika z relacji, jaka istnieje między dawcą a biorcą kapitału, i polega na nieprzewidywalności zachowań tego drugiego, a w szczególności – możliwości wykorzystania środków w sposób niewłaściwy, w tym dla potrzeb osobistych, zamiast dla rozwoju firmy. VC jest w tej relacji pryncypałem – przekazuje zasoby (głównie kapitał finansowy) jako

wkład inwestycyjny i oczekuje odpowiedniej stopy zwrotu z ich ulokowania. Osoby zarządzające spółką albo jej dotychczasowi właściciele są w tej relacji agentami. Problem agencji ma w tym przypadku dwa oblicza – negatywnej selekcji (ang. *negative selection*) oraz pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*). Zjawisko negatywnej selekcji polega na tym, że cechy spółki, przedstawiane przez jej decydentów w celu przyciągnięcia uwagi VC, mogą odbiegać od stanu faktycznego. Spółce szukającej kapitału może zależeć na przekonaniu inwestora VC do inwestycji, ponieważ dotychczasowi właściciele albo inni potencjalni dawcy zasobów mogą nie być tym zainteresowani, znając prawdziwą wartość i perspektywy firmy. W inwestycjach VC szczególnie znaczenia nabiera też selekcja negatywna w odniesieniu do kwalifikacji menedżerów i właścicieli finansowanego przedsiębiorstwa. Kwalifikacje te mogą się okazać albo niezgodne z rzeczywistością, albo niewystarczające dla zapewnienia rozwoju spółki. Pokusa nadużycia sprawia, iż powierzone zasoby mogą nie zostać wykorzystane przez zarządzających spółką w celu zwiększania wartości inwestycji, a przede wszystkim, że zostaną użyte dla osiągnięcia korzyści osobistych, w najgorszym zaś razie – sprzeniewierzone. VC zarządza ryzykiem agencji w całym procesie inwestycyjnym. Na etapie decydowania o podjęciu inwestycji spółka przechodzi kilkufazową procedurę ewaluacji, której kluczowym elementem jest ocena istniejących ryzyk, w tym właśnie ryzyka agencji. Ocenia się również możliwość łagodzenia tych problemów (typowe rozwiązania przedstawione zostały w dalszej części wywodu). J. Karsai i inni pokazują, że w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (również w Polsce) ryzyko agencji może przeważać nad ryzykiem rynkowym, odwrotnie niż w krajach bardziej rozwiniętych (w ich badaniu – w Wielkiej Brytanii)⁴.

4. Wpływ otoczenia instytucjonalnego na działalność VC

Ważnym kontekstem działalności VC jest otoczenie instytucjonalne. Badania pokazują, że jego jakość ma wpływ na poziom rozwoju rynku kapitałowego⁵. Prawo wpływa na to, w jaki sposób VC kształtują mechanizmy

⁴ J. Karsai, M. Wright, Z. Dudziński, J. Morovic, *Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland and Slovakia*, Entrepreneurship and Regional Development 1998/10, s. 203–224.

⁵ G. Brutton, V. Fried, S. Manigart, *Institutional Influences on the Worldwide Expansion of Venture Capital*, Entrepreneurship Theory and Practice 2005/29/6, s. 737–760.

ładu korporacyjnego⁶. Wiele badań pokazuje wyższość prawa anglosaskiego nad kontynentalnym w zakresie ochrony interesów inwestorów mniejszościowych. Tam gdzie VC mogą się spodziewać słabszej ochrony prawnej, chronią swoje interesy, chcąc uzyskać większy wpływ na spółkę poprzez posiadanie większego (często większościowego) pakietu głosów i dominację w organie nadzorczym⁷. Są też dowody na to, że rozwój i sposób działania VC w danym środowisku są silnie uwarunkowane czynnikami społecznymi i kulturalnymi, które są znacznie trwalsze niż instytucje formalne. Udowodniono na przykład, że takimi czynnikami są kolektywizm i unikanie niepewności⁸.

5. Kontrakt jako podstawa relacji między VC a spółką portfelową

Na rynku prywatnym podstawą relacji między inwestorem a jej dotychczasowymi właścicielami, w tym szczególnie założycielami, jest kontrakt, przybierający najczęściej postać umowy inwestycyjnej oraz zapisów wprowadzanych do statutów spółek. W przypadku inwestycji VC, do najważniejszych uregulowań zawieranych w tych kontraktach należą: udział w kapitale zakładowym; podział głosów w najwyższym organie decyzyjnych (zgromadzeniu akcjonariuszy lub udziałowców); sposób powoływania organów spółki, w tym przede wszystkim rady dyrektorów (rady nadzorczej i zarządu w systemie dualistycznym); uwarunkowania ustroju kapitałowego (w tym finansowanie etapami w zależności od osiągania zakładanych wyników) i prawnego spółki; uprzywilejowanie przy likwidacji majątku oraz kilka innych. Specjalnym rozwiązaniem, wpływającym na ład korporacyjny spółek portfelowych, jest tworzenie syndykatów inwestycyjnych (wspólne inwestowanie kilku VC w tę samą spółkę), których celem jest zwiększenie puli kapitału, dywersyfikacja ryzyka i jeszcze silniejsze wspieranie rozwoju firmy⁹.

⁶ **R. La Porta, R.F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny**, *Legal determinants of external finance*, *Journal of Finance* 1997/52, s. 1131–1150.

⁷ **D. Cumming, D. Schmidt, U. Waltz**, *Legality and venture capital governance around the world*, *Journal of Business Venturing* 2010/25, s. 54–72.

⁸ **Li Yong, S. Zahra**, *Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis*, *Journal of Business Venturing* 2012/27, s. 95–111.

⁹ **H. Bruining, M. Verwaal, A. Wright, A. Lockett, S. Manigart**, *Firm size effects on syndication participation in European venture capital syndicates*, ERIM Report Series Research in Management 2005.

W długiej dyskusji na temat sposobu kształtowania formalnej (kontraktualnej) relacji w inwestycjach VC pokazano, że w danym środowisku (kontekście prawnym, kulturalnym, gospodarczym i społecznym) zostają ukształtowane rozwiązania nabierające cech gotowych wzorców, quasi-instytucji, powielanych w kolejnych inwestycjach¹⁰. O ile mechanizmy te są dosyć dobrze poznane np. w USA, to jednak nie do końca wiadomo, jak wygląda ich ewolucja w odmiennym kontekście, jakim jest w tym przypadku polski rynek kapitałowy. Jednym z niewielu opracowań na ten temat (choć nie jest ono dedykowane wyłącznie badaniu tego problemu w Polsce) jest artykuł A. Schwienbachera, U. Hege i F. Palomino, w którym wykazano, że w Europie Środkowo-Wschodniej VC mają tendencję do używania prostych instrumentów (nieuprzywilejowanego udziału w kapitale własnym) i bezpośredniej kontroli rady (dyrektorów lub nadzorczej)¹¹.

6. Relacje własności i władzy w spółce

Możliwość wpływania na spółkę zależy w znacznym stopniu od zapewnienia sobie przez VC odpowiednio mocnej pozycji w strukturze akcjonariatu. W większości krajów świata, w tym również w USA i Polsce, pozycja ta zależy od wiązki praw wynikających z posiadania akcji (udziałów). Chodzi przede wszystkim o prawo własności – udział w kapitale zakładowym oraz, pośrednio, siłę prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (wspólników). W większości systemów prawnych, również w Polsce, te dwa prawa mogą od siebie znacznie odbiegać. Wynika to z możliwości zaimplementowania szeregu mechanizmów modyfikujących podstawową relację wynikającą z udziału w kapitale akcyjnym, np. uprzywilejowania akcji pod względem ilości praw głosu oraz innych zapisów statutowych.

Ustalenie praw własności i udziału w głosach na zgromadzeniu akcjonariuszy (wspólników) jest podstawą dla późniejszych relacji między VC a przedsiębiorcą. Trzeba jednak zauważyć, że obok tych formalnych mechanizmów ładu korporacyjnego, VC od początku inwestycji przykładają wagę do relacji nieformalnych, osobowych. Dlatego charakterystyka przedsiębiorców

¹⁰ S. Kaplan, P. Stromberg, *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*, *The Journal of Finance* 2004/59/5, s. 2177–2210.

¹¹ A. Schwienbacher, U. Hege, F. Palomino, *Venture Capital Performance: Disparity Between Europe and the United States*, *Revue Finance* 2009/30/1, s. 7–50.

ma znaczenie nie tylko jako kryterium wartości spółki, ale jest też istotna dla poprawnych relacji między dotychczasowymi właścicielami a nowymi inwestorami. Relacje te uważane są za specjalną odmianę mechanizmów ładu korporacyjnego, typową dla inwestycji w prywatnej części rynku kapitałowego. R. Bliss, autor jednego z pierwszych badań działalności VC w Polsce, podaje, że brak znajomości istoty funkcjonowania tego rynku powoduje powstawanie po stronie przedsiębiorców nierealistycznych oczekiwań, co później może rzutować na relacje między stronami kontraktu¹².

Problem agencji trzeba analizować nie tylko w odniesieniu do relacji między VC a przedsiębiorcą, ale również biorąc pod uwagę zupełnie inną motywację i zachęty menedżerów niebędących właścicielami. Zresztą, właśnie to oblicze kosztów agencji stało się pożywką dla rozwoju teorii agencji we wczesnych etapach badań. Zapewne problem ten jest obecny w większości spółek, zanim pojawiają się w nich VC, a fundusze radzą sobie z nim używając standardowych mechanizmów wypracowanych w branży. Obok wyrafinowanych metod kontroli, najważniejszym z tych mechanizmów jest zrównanie motywacji menedżerów poprzez dopuszczenie ich do akcjonariatu bezpośrednio – przyznając im akcje (udziały) albo pośrednio – przyznając opcje na akcje. Również wdrażanie innych jeszcze mechanizmów motywacyjnych, adresowanych do osób na różnych szczeblach struktury, jest często stosowane przez VC jako jeden ze sposobów redukcji ryzyka agencji. Przesłanie teorii dobrego gospodarza osłabia negatywny wydzźwięk teorii agencji i w znacznej mierze wynika to właśnie z roli własności w kształtowaniu motywacji i zachowań najpierw przedsiębiorców a następnie również menedżerów¹³. Wpływanie na system zarządzania kapitałem ludzkim (czego elementem jest właśnie motywowanie menedżerów) należy do szerokiej grupy działań, z których znane są VC, a które zmierzają do tworzenia (dodawania) wartości w przedsiębiorstwie. Badania dowodzą, że w spółkach portfelowych należących do VC częściej dochodzi do rotacji na wyższych szczeblach zarządzania oraz tworzenia wyrafinowanych mechanizmów motywacyjnych, w tym – w postaci przekazywania akcji oraz opcji na akcje nie tylko członkom zarządów (dyrektorom wykonawczym w radach dyrektorów), ale też osobom na niższych szczeblach zarządzania albo nawet

¹² R. Bliss, *A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland*, *Venture Capital* 1999/1/3, s. 241–257.

¹³ J. Arthurs, L. Busenitz, *The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship*, *Entrepreneurship Theory and Practice* 2003/28/2, s. 145–163.

zewnątrznym kluczowym interesariuszom¹⁴. Dzięki temu kluczowe osoby, stając się współwłaścicielami albo mając na to perspektywę (warranty, opcje), uzyskują bodziec motywacyjny łączący ich interes z celem VC.

7. Rada nadzorcza jako główny mechanizm kontrolny VC

Badania dowodzą, że w monistycznym systemie ładu korporacyjnego VC przykładają dużą wagę do uzyskania wpływu na spółkę poprzez obecność w radzie dyrektorów. Znacznie mniej jest badań nad tym zagadnieniem w krajach, w których działa system dualistyczny. Jednak, podobnie jak w systemach monistycznych, VC nie dążą tam do zajmowania pozycji menedżerskich w zarządach (w zespołach menedżerskich). Choć kompetencje rady nadzorczej (dalej: RN) dla potrzeb bieżącego zarządzania są znacznie mniejsze w porównaniu z radą dyrektorów, to jednak w obu systemach to właśnie poprzez zasiadanie w tych organach VC kontrolują spółkę w sposób ciągły i uczestniczą w formalnym podejmowaniu decyzji. Na podstawie badań można wnioskować, że w mniej rozwiniętych gospodarkach, z powodu słabszego rozwoju instytucji formalnych (w tym przede wszystkim jakości prawa i jego egzekucji), większe znaczenie w działalności VC mogą mieć sieci nieformalnych kontaktów. Pozwalają one na precyzyjniejszą ocenę spółek, później – na wpływanie na nie i na końcu – na wyjście z inwestycji. Reprezentanci VC, zasiadając w radach nadzorczych, mogą również poprzez ten kanał ułatwiać spółkom dostęp do zasobów innych niż jedynie kapitał finansowy¹⁵.

8. *Venture capital* i pierwsza oferta publiczna

Pierwsza oferta publiczna (IPO) jest, obok sprzedaży udziałów dla inwestora branżowego (rzadziej finansowego) oraz odsprzedaży dotychczasowym właścicielom, najważniejszym sposobem wychodzenia z inwestycji przez VC. Dlatego rozwój giełdy papierów wartościowych jest uważany za jeden z kluczowych warunków sukcesu całej branży VC w danym kraju. Za-

¹⁴ D. Flynn, *Life cycles of new ventures organizations: Different factors affecting performance*, Journal of Developmental Entrepreneurship 2001/6/1, s. 41–58.

¹⁵ D. Ahlstrom, G. Bruton, *Venture Capital in Emerging Economies: Network and Institutional Change*, Entrepreneurship Theory & Practice 2006/30/2, s. 299–320.

uważa się jednak, że – inaczej niż w USA – sprzedaż spółki na giełdzie może być nieco rzadziej stosowanym mechanizmem wyjścia z inwestycji w krajach mających słabiej rozwinięty rynek kapitałowy. IPO jest również wydarzeniem szczególnie silnie kształtującym relacje między VC a spółką portfelową i jej innymi właścicielami, ponieważ na ogół rola funduszu ulega wtedy znacznemu osłabieniu. Proces wchodzenia na giełdę zachodzi pod silnym wpływem tego inwestora, balansującego sprzeczne cele maksymalizowania przychodów z tej transakcji i dbałości o zachowanie kapitału reputacji niezbędnego dla późniejszego działania. Z punktu widzenia tematu tej pracy i z powodu oparcia części empirycznej na danych pochodzących z prospektów emisyjnych, ważne jest również podkreślenie, że wychodzenie VC z inwestycji przez giełdę jest w warunkach polskich bardziej wyjątkiem niż regułą i stąd można mieć zastrzeżenia do reprezentatywności tak dobrej próby. Po drugie zaś, sam proces wchodzenia na giełdę jest rewolucją dla ustroju spółki, tym bardziej, gdy wychodzi z niej kluczowy inwestor. W efekcie, kształt ładu korporacyjnego obserwowany w tym szczególnym momencie może być przejściowy i wyjątkowy. Mimo to, w tradycji badań światowych, prospekty emisyjne i dane giełdowe są często używanym źródłem danych w badaniach VC, w tym także w kontekście relacji między inwestorami a przedsiębiorcami¹⁶. W Europie brak jest odpowiednich zbiorów danych i dlatego prospekty jako źródło danych wykorzystali np. L. Bottazzi i M. Da Rin¹⁷. Tego typu źródło danych jest cenione również ze względu na to, że reżim prawny, nakładany na spółki debiutujące na giełdzie, podnosi wiarygodność prezentowanych informacji, a niektóre z nich, takie jak używane w tym artykule wielkości ujawniające mechanizmy kontroli – są prawie niedostępne dla badaczy korzystających ze źródeł pierwotnych.

9. Metoda badania

Jako źródło danych do analizy empirycznej użyto prospektów emisyjnych spółek posiadających w akcjonariacie fundusze VC. Ponieważ, jak zaznaczono w uzasadnieniu badania, nie są tutaj testowane żadne hipotezy, ale dąży się

¹⁶ J. Suchard, *The impact of venture capital backing on the corporate governance of Australian initial public offerings*, *Journal of Banking & Finance* 2009/33, s. 765–774.

¹⁷ L. Bottazzi, M. Da Rin, *Venture Capital and the Growth of Innovative Firms in Europe*, [w:] G. Corbetta, H. Morton, D. Ravasi (red), *Crossroads of Entrepreneurship*, Kluwer Academic Publishers, New York, 2004, s. 83–97.

do eksploracji istniejącego stanu rzeczy, nie używa się specjalnych technik statystycznych. Zamiast tego zestawiono wyniki badania w tabelach i oceniono wyłaniający się z nich wspólny obraz.

Do próby badawczej zakwalifikowano 12 przypadków spółek debiutujących na rynku głównym GPW w latach 2005–2010. Wykluczono podmioty, które były wcześniej prywatyzowane albo w których inwestorem były Narodowe Fundusze Inwestycyjne (NFI), kładąc w ten sposób nacisk na analizę zjawiska kształtowania ładu korporacyjnego w perspektywie przedsiębiorczości. Wykluczenie firm, które wcześniej były prywatyzowane, wynika z tego, że ich struktura majątkowa i własnościowa znacznie odbiega od klasycznych przypadków przedsiębiorczych firm. NFI zaś, mimo że zostały powołane jako surogat VC, to jednak – oceniając je z perspektywy historycznej – można uznać, że nie sprostały temu zadaniu.

10. Wyniki badania

W tab. 1 zamieszczono charakterystykę badanych przypadków pod kątem udziału VC w ich kapitale zakładowym (dalej: KZ) i głosach na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (dalej: WZA). Uwzględniono również przewidywania dotyczące zmiany tej struktury po IPO, choć w tym przypadku dane mogły się różnić od stanu faktycznego po debiucie, ponieważ oferujący akcje często uzależniali wielkość przydziału (w sprzedaży lub nowej emisji) od wielu czynników albo (rzadziej) sami również zamierzali obejmować akcje nowej emisji. W niektórych przypadkach formalnie właścicielami była większa liczba funduszy, ale faktycznie były to podmioty jedynie zarejestrowane jako odrębne, a w rzeczywistości inwestujące kapitał z tego samego źródła. Nie traktowano ich wtedy jako syndykat, ale pojedynczy podmiot. Dla analizy struktury kapitałowej zamieszczono również informacje o pozostałych podmiotach, a jeśli były nimi osoby fizyczne – podawano też ich funkcję w spółce, jeśli dało się ją ustalić.

TABELA 1: *Charakterystyka praw własności i siły głosów VC w spółkach portfelowych*

Spółka	Akcjonariusze	udział w KZ przed IPO (w %)	udział w głosach przed IPO (w %)	udział w KZ po IPO (w %)	udział w głosach po IPO (w %)
Jago	1) VC	81,5	81,5	24,8	24,8
	2) założyciel (członek RN)	13,0	13,0	6,5	6,5
	Razem	94,5	94,5	31,3	31,3
Polish Energy Partners (PEP)	1) VC (USA)	59,1	35,0	0,8	0,8
	2) VC (Holandia)	34,3	34,4	0	0
	Razem	93,4	93,4	0,8	0,8
Teta	1) VC (USA)	79,3	79,3	15,8	15,8
	2) założyciel (przewodniczący RN)	12,7	12,7	12,7	12,7
	3) członek zarządu	0,3	0,3	0,3	0,3
	4) członek zarządu	0,1	0,1	0,1	0,1
	Razem	92,0	92,0		
Travel.pl	1) VC (Polska)	65,3	65,3	54,0	54,0
	2) OFI	6,7	6,7	5,9	5,9
	3) dom maklerski	5,1	5,1	4,2	4,2
	4) osoba fizyczna	5,2	5,2	4,3	4,3
	Razem	82,6	82,6		
	5) pozostali: 17,42% (w tym 1 członek zarządu, prokurent i 2 członków RN)	17,4	17,4	31,6	31,6
One-to-One	1) VC (Polska)	50,1	50,1	39,6	39,6
	2) założyciel (prezes)	24,8	24,8	19,0	19,0
	3) menedżer (prokura)	3,7	3,7	2,8	2,8
	4) członek zarządu (dyrektor finansowy)	0,8	0,8	0,6	0,6
	Razem	79,4	79,4	22,4	22,4
AB	1) VC (USA)	45,9	40,7	0	0
	2) założyciel	41,0	36,3	30,3	33,7
	3) założyciel	13,0	23,0	11,2	20,2
	Razem	100	100	63,9	63,9

Spółka	Akcjonariusze	udział w KZ przed IPO (w %)	udział w głosach przed IPO (w %)	udział w KZ po IPO (w %)	udział w głosach po IPO (w %)
Bankier.pl	1) VC (Polska)	38,3	38,3	29,5	29,5
	2) VC (Niemcy)	25,5	25,5	19,3	19,3
	3) VC (Niemcy)	25,5	25,5	19,3	19,3
	4) dom maklerski	9,9	9,9	7,9	7,9
	Razem	99,4	99,4	76,0	76,0
	5) wszyscy trzej członkowie zarządu	<1,0	<1,0	<1,0	<1,0
LSI	1) założyciel (prezes)	52,3	73,6	35,2	72,6
	2) członek zarządu	17,9	5,0	9,8	4,1
	3) członek zarządu	6,3	1,7	3,4	1,4
	4) VC (Polska)	20,4	18,7	8,5	3,6
	5) osoba fizyczna	2,1	0,5	1,4	0,6
	6) osoba fizyczna	0,8	0,2	0,3	0,1
	Razem	100	100	58,6	82,4
Sfinks	1) założyciel	47,0	47,0	44,5	44,5
	2) VC (USA)	31,6	31,6	0	0
	3) OFE	8,6	8,6	8,1	8,1
	Razem	87,3	87,3	52,6	52,6
	4) pozostali (w tym 2/3 członków zarządu, a każdy poniżej 1,0%)	12,6	12,6	49,6	49,6
Mercor	1) VC (międzynarodowy)	37,4	37,4	10	10
	2) założyciel	31,3	31,3	16	16
	3) VC (Polska)	22,0	22,0	9,6	9,6
	Razem	100	100	35,6	35,6
K2	1) VC (Niemcy)	42,6	42,6	17,4	17,4
	2) założyciel (przewodniczący RN)	29,0	29,0	22,7	22,7
	3) założyciel (prezes)	12,1	12,1	9,2	9,2
	4) osoba fizyczna (umowa powiernicza)	8,7	8,7	0	0
	5) członek zarządu	4,7	4,7	3,5	3,5
	6) członek zarządu	1,1	1,1	0,9	0,9
	7) dom maklerski	1,0	1,0	0,8	0,8
	7) członek RN	0,7	0,7	0,5	0,5
	Razem	87,3	87,3	55,0	55,0
8) pozostali	12,6	12,6	53,2	53,2	

Spółka	Akcjonariusze	udział w KZ przed IPO (w %)	udział w głosach przed IPO (w %)	udział w KZ po IPO (w %)	udział w głosach po IPO (w %)
Harper	1) VC (USA)	74,5	74,5	59,9	59,9
	2) OFE	5,0	5,0	4,0	4,0
	Razem	79,5	79,5	63,9	63,9

Źródło: oprac. własne na podst. prospektów emisyjnych spółek.

Przepisy dotyczące prospektów emisyjnych wymagają raportowania o właścicielu akcji jedynie wówczas, jeśli posiada on co najmniej 5% KZ. W prospektach zamieszczona jest również informacja na temat własności w rękach kluczowych osób (zarząd, RN, niektórzy menedżerowie). Pierwszym wnioskiem, wynikającym z tego zestawienia, jest to, że w większości przypadków VC zagwarantowały sobie dominującą pozycję w spółce. Na 12 przypadków tylko w 4 nie posiadały one ponad 50% ogólnej liczby głosów na WZA przed IPO. Obserwuje się również dużą koncentrację kapitału w rękach kilku właścicieli. Pomijając drobnych akcjonariuszy, których nie można było wskazać imiennie z braku obowiązku ujawniania ich tożsamości i uwzględniając jedynie próg 5% KZ, w pięciu przypadkach głównych akcjonariuszy było dwóch, w trzech – było ich trzech i w czterech – czterech. Analiza z zastosowaniem niższych progów własnościowych daje obraz nieco bardziej rozwodnionej własności, choć wiele spółek nie raportowało pochodzenia znacznej części kapitału należącego do osób niemających obowiązku ujawniania swojej tożsamości. Typowa dla inwestycji VC konstelacja składająca się z VC i założycieli (rzadziej też menedżerów) występuje w spółkach: Jago (1 VC + 1 założyciel), Teta (1 + 1), One-2-One (1 + 1), AB (1 + 2), LSI (1 + 3), Sfinks (1 + 1), K2 (1 + 2), Mercor (2 + 1), co daje łącznie siedem przypadków (więcej niż połowa spółek). W kilku przypadkach najsilniejszy akcjonariat (obok VC i założycieli czy menedżerów) zawiera też innego typu instytucje finansowe. Jest tak w Travel.pl (1 + 1 + 2), Sfinks (1 + 1 + 1). W niektórych przypadkach brakuje znacznieszego udziału osób fizycznych (nie są one wymienione w prospekcie), a dotyczy to: PEP (spółka była współzakładana przez VC), Bankier.pl (trzy VC i dom maklerski) i Harpera (VC i OFE). Stosunkowo częste okazały się syndykaty, czyli obecność co najmniej dwóch VC w spółce. Było tak w 3 przypadkach. W jednym z nich obecne były równocześnie trzy VC, z tego dwa zagraniczne

związane ze sobą (Bankier.pl). W ośmiu przypadkach VC posiadają pozycję dominującą, zarówno pod względem udziału w KZ, jak i WZA. W pozostałych przypadkach brak dominującej pozycji wynika z rozproszenia akcjonariatu lub szczególnego charakteru VC (publiczny o zasięgu regionalnym). Tylko w jednej spółce założycielom udało się zachować przewagę nad VC. Widać więc, że VC w warunkach polskich dążą na ogół do zapewnienia sobie dominującego wpływu na spółkę. We niemal wszystkich przypadkach – oprócz dwóch – IPO stanowi moment, w którym VC tracą kontrolę nad firmą. W większości obserwacji (9) brakuje uprzywilejowania akcji pod względem liczby głosów, co sprzyja przejrzystości ładu korporacyjnego i jest rozwiązaniem pożądanym z punktu widzenia zapewnienia ochrony interesów słabszych akcjonariuszy. Sfinks i Harper były już wcześniej notowane na CeTO.

W tab. 2 zawarto wnioski wynikające z analizy umowy inwestycyjnej, jeśli taka została ujawniona, albo częściej – z analizy statutu spółki. Wnioski dotyczące uprzywilejowania do powoływania organów zamieszczono w tab. 3.

TABELA 2: *Wybrane elementy umowy inwestycyjnej lub innych uregulowań kontraktu między VC a założycielami*

Spółka	Opis kontraktu
Jago	Umowa inwestycyjna rozwiązana tuż przed IPO, brak bliższych danych.
PEP	Brak umowy, ale z uwagi na syndykat dwóch VC – w statucie ściśle uregulowane stosunki między nimi, w tym dotyczące dysponowania własnością.
Teta	Umowa inwestycyjna: starania dla wprowadzania spółki na GPW, a jeśli brak powodzenia, to VC ma opcję sprzedaży po cenie ustalonej w umowie; jednak gdy nie zostanie wykorzystana, to VC ma opcję kupna ważną do późniejszej daty.
Travel.pl	List intencyjny między VC a spółką w sprawie opcji menedżerskich.
One-2- One	Umowa inwestycyjna: 1) ustalenie wspólnego celu: pozyskania inwestora strategicznego i zdobycie wiodącej pozycji rynkowej; 2) zasady realizacji wspólnej inwestycji, zasady podwyższania kapitału zakładowego, uzgodnienie projektu nowej umowy spółki z o.o., projekt statutu spółki akcyjnej w przypadku przekształcenia, zasady realizacji opcji menedżerskich; 3) zobowiązanie wszystkich akcjonariuszy do wspólnej z VC sprzedaży akcji, jeśli VC otrzyma propozycję sprzedaży; 4) prawo pierwokupu dla dotychczasowych właścicieli, jeśli VC będzie sprzedawał akcje; 5) prawo VC do przyłączenia swoich akcji do oferty, jeśli inny akcjonariusz otrzyma ofertę sprzedaży akcji.

Spółka	Opis kontraktu
AB	Umowa inwestycyjna: 1) dołożenie starań dla wprowadzenia spółki do obrotu giełdowego, określenie daty i zasad wprowadzenia; 2) kolejna umowa (późniejsza) w celu przesunięcia terminu wprowadzenia spółki na giełdę i zobowiązanie założycieli do przyłączenia się do sprzedaży dla innego inwestora; założyciele złożyli też VC ofertę zakupu jego akcji.
Bankier.pl	Umowa udziałowa między trzema VC, w której strony zobowiązują się do realizowania wspólnej strategii rozwoju oraz biznes planu; dołożenie starań, aby spółkę można było wprowadzić na giełdę; wygasa wraz z wprowadzeniem spółki na GPW.
LSI Software	Brak danych.
Sfinks	Umowa inwestycyjna: 1) opcja zakupu akcji przez VC od przedsiębiorcy, chyba że przedsiębiorca zakupi akcje od VC (opcja łączna sprzedaży), w tym w odpowiedzi na wezwanie inwestora; 2) w okresie pozostawania VC w spółce przedsiębiorca nie może zbyć więcej niż 24,9% akcji; 3) wymagana zgoda VC w przypadku otrzymania przez przedsiębiorcę propozycji zbycia co najmniej 30% akcji; 4) ograniczenie zastawu akcji przedsiębiorcy – jedynie dla instytucji finansowych i przy respektowaniu praw VC; 5) blokada akcji przedsiębiorcy – zastaw na rzecz VC.
Mercor	1) współdziałanie w celu wprowadzenia na giełdę; 2) zakaz konkurencji w Polsce i Czechach (powołania konkurencyjnej spółki) w ciągu 3 lat od zawarcia umowy; 3) powiadamianie o podjęciu konkurencyjnej działalności, dopóki mają akcje spółki; 4) w ciągu 3 lat niezachęcanie członków zarządu i kluczowych pracowników do zmiany zatrudnienia; 5) zakaz ujawniania informacji poufnych; 6) zakaz inwestowania przez VC w podmioty konkurencyjne w czasie posiadania akcji.
K2	A. Umowa udziałowa (akcyjna) ważna do IPO: 1) VC jest podmiotem dominującym w spółce; 2) VC zatwierdza pisemnie umowy przekraczające ramy zwykłego zarządu; 3) powstrzymanie się przez 3 założycieli od działalności konkurencyjnej i wspieranie IPO lub sprzedaży akcji VC innemu inwestorowi, ale z zachowaniem prawa pierwokupu. B. Umowy powiernicze, dające koncentrację głosów wiodących akcjonariuszy, w tym dominującego VC. C. Akcjonariusze mniejszościowi zobowiązali się do niesprzedawania akcji do 2 lat po IPO.
Harper	Brak informacji; w spółce nie są obecni założyciele.

Źródło: oprac. własne na podst. prospektów emisyjnych spółek.

Zebranie danych na temat kontraktu regulującego ustrój spółek było dosyć trudne, a wyniki należy traktować jedynie orientacyjnie. W wielu przypadkach zapisy umów inwestycyjnych były później wprowadzane do statutu spółek, doprecyzowując relację między inwestorami a dotychczasowymi właścicielami. Dominującym tematem tych umów jest uzgodnienie współdziałania w celu doprowadzenia do debiutu giełdowego, umożliwiającego VC wyjście z inwestycji. W niektórych przypadkach VC gwarantowały sobie opcję wcześniejszego wyjścia poprzez sprzedaż własności, a wtedy założyciele zobowiązywali się na ogół do współdziałania, w tym również dołączenia swoich akcji do puli. Brak debiutu giełdowego w kilku przypadkach sankcjonowany był opcją sprzedaży akcji wystawioną na rzecz VC (Teta, One-2-One, Sfinks, AB). Stosunkowo rzadko wprowadzano zakaz konkurencji, a było tak raczej w przypadku spółek o ugruntowanej pozycji rynkowej i mocnym wpływie założycieli, co świadczy o tym, że VC doceniały kapitał ludzki zgromadzony przez te osoby.

Uprawnienia związane z powoływaniem i odwoływaniem członków organów, które zostały zapisane w statucie, opisano w tab. 3.

TABELA 3: *Uprawnienia do powoływania członków RN w badanych spółkach*

Spółka	Uprawnienia
Jago	Brak danych.
PEP	1. Wynikające z syndykatu dwóch VC: nieco mocniejsza pozycja wiodącego VC (USA), w tym powoływanie 3 członków RN (przewodniczącego), a VC (Holandia) powołuje 3 członków RN. 2. Uregulowanie powoływania członków RN w przypadku sprzedaży akcji przez VC (Holandia) – 2 członków przez akcjonariusza mającego od 33% KZ, a reszta przez WZA.
Travel.pl	Prawo VC do powoływania 1/5(7) członków RN (jeśli ma powyżej 5% głosów) oraz przewodniczącego (jeżeli ma ponad 20% głosów).
Teta	Do wejścia na giełdę VC ma prawo powoływać 3/5 (4/7) członków RN (w tym zastępcę przewodniczącego), a założyciele – 2/5 (3/7) (w tym przewodniczącego).
One-2-One	dopóki VC ma co najmniej 25%, powołuje 2/5 członków RN, a przy 10% – 1/5 członka RN. W obu przypadkach wskazuje przewodniczącego RN.
AB	VC powołuje 3/6 członków RN (przy 10% głosów lub do wprowadzenia na giełdę). Założyciele mają symetryczne prawo. Po wejściu na giełdę zmniejszenie liczby powoływanych przez nich członków RN – po 1 dla VC i po 1 dla każdego z dwóch założycieli.

Spółka	Uprawnienia
Bankier.pl	VC I i VC II wspólnie mają prawo do powoływania 2/5 członków RN mając 40% liczby głosów i 1/5 mając 20%. VC III powołuje 2/5 przy 40% i 1/5 przy 20%; zawsze ponad połowa członków RN musi spełniać kryteria niezależności określone w statucie.
LSI	VC powołuje 2/5 członków RN; w przypadku zbycia 1/3 posiadanych akcji – traci prawo powoływania 1 członka, a po kolejnych 2/3 – drugiego.
Sfinks	Założyciel ma prawo powoływania 3/5 członków RN, w tym przewodniczącego, dopóki posiadał będzie co najmniej 50% akcji, a VC ma prawo powołania 2/5, jeśli ma ponad 20%.
Mercor	Każdy z dwóch założycieli i VC ma prawo powoływania po 1/5(7) członku RN; dodatkowo każdy z dwóch założycieli ma prawo do powoływania prezesa i wiceprezesa (wskazują łącznie przewodniczącemu RN): razem 2/3.
K2	VC powołuje 2/5 RN dopóki ma 30% głosów i 1/5 – jeśli ma co najmniej 15% głosów.
Harper	Powoływanie 3/5 (4/6, 4/7) RN, w tym przewodniczącego, gdy posiada ponad 50% głosów oraz 2/5 (3/6, 3/7), w tym przewodniczącego, gdy ma ponad 20%.

Źródło: oprac. własne na podst. prospektów emisyjnych spółek

VC bardzo dbają o zagwarantowanie sobie maksymalnego wpływu na skład organu nadzorczego. Poza jednym przypadkiem, zawsze zapewniały sobie w statucie prawo powoływania członków RN, a w pięciu spółkach obsadzali większość miejsc. Bardzo często fundusze chcą też powoływać przewodniczącego organu nadzorczego. Siła praw związanych z mianowaniem RN jest w znacznym stopniu skorelowana z siłą praw własnościowych (por. tab. 1) i przejawia się również w zapisach przewidujących spadek reprezentacji w RN w przypadku zmniejszenia siły głosów na WZA. W wielu przypadkach dotychczasowi właściciele również gwarantują sobie prawo wskazywania członków rady proporcjonalnie do swojej pozycji własnościowej.

Ostania część analizy dotyczy wdrażania przez VC systemów motywacyjnych. Jak wspomniano we wprowadzeniu teoretycznym, dbanie o system motywacyjny jest także sposobem na zmniejszanie kosztów agencji, związanych głównie z obecnością profesjonalnych menedżerów. Wyniki zebrano w tab. 4.

TABELA 4: *Systemy motywacyjne stosowane w badanych spółkach*

Spółka	Programy motywacyjne
Jago	Brak danych.
PEP	1. Rozbudowany system motywacyjny; premia na podstawie wyników całej grupy kapitałowej i pracy danego pracownika; zarząd wyznacza corocznie dwie grupy pracownicze, dla których określa maksymalną premię; pracownicy przydzielani do grup ze względu na ich wpływ na wynik spółki; odrębny system dla działu rozwoju biznesu; odrębne programy do spółek z grupy. 2. W statucie kapitał docelowy dla imiennie wymienionych członków zarządu.
Teta	1. System motywacyjny zmieniony po wejściu VC, opisany w specjalnym dokumencie. Wynagrodzenie składa się z części miesięcznej (stałej) i kwartalnej, zależnej od wyniku, a dla najwyższych stanowisk ustalane indywidualne wskaźniki premiowe. 2. Model kompetencyjny dla wszystkich stanowisk, udoskonalony proces rekrutacji, zmiana procesów zarządzania kapitałem ludzkim.
Travel.pl	Program opcji w oparciu o list intencyjny z VC, dla: pracowników i współpracowników, członków zarządu, członków RN.
One-2-One	W latach 2002–2006 istniał program opcji menedżerskich dla dwóch członków zarządu, w tym dla jednego, który nie miał dotychczas udziałów, a dla drugiego – założyciela – zrealizowany w 2006 r.
AB	Program na okres po IPO: dla członków zarządu (poza założycielem), pracowników i współpracowników wskazanych przez RN – wynagrodzenie w postaci opcji na akcje.
Bankier.pl	1. Dla członków zarządu – opcje zakupu akcji od wszystkich trzech obecnych VC; każdy z 3 członków zarządu ma określoną pulę możliwych opcji od 3 VC; ruchoma cena wykonania: rośnie z czasem i maleje wraz ze wzrostem średniej ważonej cen sprzedaży akcji w transakcji powodującej możliwość wykonania opcji lub ceny emisyjnej w ofercie publicznej; brak możliwości swobodnego sprzedania akcji przez członków zarządu przez 1 rok od ich objęcia. 2. Program motywacyjny w dziale sprzedaży, regulowany przez zarząd. 3. Istnieje uprawnienie zarządu do podwyższania kapitału w ramach kapitału docelowego w formie programu motywacyjnego dla pracowników.
LSI Software	Istnieje program motywacyjny dla członków zarządu i pracowników.
Sfinks	Brak danych.
Mercor	Brak danych.
K2	Program motywacyjny – akcje dla członków zarządu, pracowników i współpracowników. Tuż przed IPO osoby zarządzające, inne niż członkowie zarządu, objęły 4,23% KZ.
Harper	Program motywacyjny na 4 lata po IPO dla: członków zarządu spółki i zarządów spółek z grupy oraz dla menedżerów wysokiego szczebla (dyrektorów) w spółce i spółkach zależnych oraz innych członków kadry kierowniczej spółki i spółek zależnych – warrnty; rozłożony na 4 lata po IPO.

Źródło: oprac. własne na podst. prospektów emisyjnych spółek.

Nie wszystkie spółki podały informacje na temat programów motywacyjnych, jednak jednoznacznie można stwierdzić, że rozwiązania te są powszechnie stosowane. W PEP – spółce będącej w całości własnością dwóch VC – programy te mają bardzo rozbudowany charakter, także w jej spółkach córkach. Czy jest to sposób na kompensowanie braku tradycyjnej roli założycielskiej granej przez tzw. dobrego gospodarza? W pięciu przypadkach programy motywacyjne używają opcji na akcje. Jak się wydaje, te szczególnie przypadki częściej dotyczą spółek, które w badanych okresie były jeszcze na stosunkowo wczesnym etapie rozwoju (Travel.pl, One-2-One, Bankier.pl). Poza AB, we wszystkich przypadkach spółek stosujących opcje na akcje zauważyć można stosunkowo niski udział założycieli w kapitale, a nawet jego brak. Można to znowu interpretować jako sposób na uzupełnienie brakującej tym firmom tradycyjnej funkcji przedsiębiorcy – dobrego gospodarza.

11. Zakończenie

Sektor VC ciągle kształtuje w Polsce swoje procedury inwestycyjne, w tym też sposoby kształtowania ładu korporacyjnego w spółkach portfelowych. Zaprezentowane tutaj dane, zebrane z próbki spółek debiutujących na GPW, pokazują, że VC przywiązują dużą wagę do zarządzania ryzykiem agencji. Na ogół dążą one do posiadania dominującej pozycji właścicielskiej, a odchylenia od tej reguły są wyjątkami. Tworzone są również syndykaty VC, w których spotyka się nawet trzy fundusze równocześnie. VC unikają oddzielania udziału w kapitale zakładowym od praw głosu. Wejście na giełdę powoduje albo znaczną redukcję ich inwestycji, albo nawet całkowite opuszczenie spółki. Relacja między VC a dotychczasowymi właścicielami (założycielami) jest regulowana albo poprzez umowę inwestycyjną, albo przez statut. W ten sposób fundusze chronią się przede wszystkim przed niekontrolowanym wycofaniem się założycieli, zapewniając sobie też często możliwość odsprzedania im swoich udziałów, jeśli przewidywany sposób wyjścia z inwestycji nie uda się. Tą drogą gwarantują sobie również bieżącą kontrolę poprzez zajmowanie miejsca w radzie nadzorczej, a często posiadanie w niej przewagi głosowej i kontrolę funkcji przewodniczącego. Redukcja ryzyka agencji w stosunku do menedżerów odbywa się dzięki wprowadzaniu wyrafinowanych długoletnich

programów motywacyjnych, w tym również przydzielania akcji albo opcji na akcje.

Zaprezentowane tutaj wyniki badania należy traktować z ostrożnością ze względu na niewielką próbę badawczą i dosyć szczególny moment w procesie inwestycyjnym VC, jakim jest perspektywa wejścia na giełdę. Rezultaty analizy są jednak obiecujące i otwierają kolejne pytania badawcze, takie jak źródła różnic w sposobie wdrażania ładu korporacyjnego przez VC, w tym: pochodzenie kapitału, doświadczenie, rodzaj spółki portfelowej, kapitał ludzki założycieli. Podobnie, zauważyć można w polskiej literaturze lukę w analizie innej ważnej części prywatnego sektora rynku kapitałowego – aniołów biznesu.

Bibliografia

Opracowania:

- Ahlstrom D., Bruton G.**, *Venture capital in Emerging Economies: Network and Institutional Change*, Entrepreneurship Theory & Practice 2006/30/2.
- Arthurs J., Busenitz L.**, *The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship*, Entrepreneurship Theory and Practice 2003/28/2.
- Bliss R.**, *A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland*, Venture capital 1999/1/3.
- Bottazzi L., Da Rin M.**, *Venture capital and the Growth of Innovative Firms in Europe*, [w:] Corbetta G., Huse Morton, Ravasi D. (red.), *Crossroads of Entrepreneurship*, Kluwer Academic Publishers, New York 2004.
- Bruining H., Verwaal M., Wright A., Lockett A., Manigart S.**, *Firm size effects on syndication participation in European venture capital syndicates*, ERIM Report Series Research in Management 2005.
- Brutton G., Fried V., Manigart S.**, *Institutional Influences on the Worldwide Expansion of Venture capital*, Entrepreneurship Theory and Practice 2005/29/6.
- Cumming D., Schmidt D., Waltz U.**, *Legality and venture capital governance around the world*, Journal of Business Venturing 2010/25.
- Flynn D.**, *Life cycles of new ventures organizations: Different factors affecting performance*, Journal of Developmental Entrepreneurship 2001/6/1.
- Kaplan S., Stromberg P.**, *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture capitalist Analyses*, The Journal of Finance 2004/59/5.
- Karsai J., Wright M., Dudziński Z., Morovic J.**, *Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland and Slovakia*, Entrepreneurship & Regional Development 1998/10.
- Klonowski D.**, *Private equity in Poland after two decades of development: evolution, industry drivers, and returns*, Venture capital 2011/13/4.

- Li Yong, Zahra S.**, *Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis*, Journal of Business Venturing 2012/27.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.**, *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance 1997/52.
- Schwiebacher A., Hege U., Palomino F.**, *Venture capital Performance: Disparity Between Europe and the United States*, Revue Finance 2009/30/1.
- Suchard J.**, *The impact of venture capital backing on the corporate governance of Australian initial public offerings*, Journal of Banking & Finance 2009/33.
- Shleifer A., Vishny R.**, *A survey of corporate governance*, Journal of Finance 1997/52/2.

Rafal MORAWCZYŃSKI

CORPORATE GOVERNANCE MECHANISMS USED BY VENTURE CAPITAL FUNDS IN THEIR INVESTMENTS IN POLAND

(Summary)

The paper deals with the problem of development of the corporate governance structures by venture capital funds in Polish entrepreneurial companies they invested in. In the theoretical part there is a discussion on sources and consequences of agency relationship that exists between funds on one hand and founders and managers of the portfolio companies on the other one. Mechanisms used by VCs are presented that aim at alleviating agency costs, including: ownership structure, voting rights, contract writing, supervising by supervisory board, implementation of motivational mechanisms, investment syndication. Selected factors are presented that may impact the analyzed problem in the Polish context. In the empirical part the theoretical discussion is illustrated with an analysis of twelve companies that underwent initial public offering on the Warsaw stock exchange. Ownership structure and voting rights structure before and after IPO are presented, characteristics of contracts regulating relationship between investors and founders, composition of supervisory boards, characteristics of motivational tools. It was shown that VCs in their portfolio companies aim at possessing dominant ownership position. Contracts between them and entrepreneurs strongly protect interests of investors. They want to safeguard seats in supervisory boards, including chairman position. Motivational mechanisms in companies across several levels of the organizational structure are prepared in order to align investors' and managers' goals, usually by issuing shares or options for shares.

Keywords: venture capital, corporate governance, investment, capital market, entrepreneurship

Adam PESZKO*

RYNKI FINANSOWE W MECHANIZMIE NADZORU KORPORACYJNEGO

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, hipotezy rynku efektywnego, rynek finansowy

1. Wstęp

W analizach teoretycznych i praktyce gospodarczej można wyróżnić dwa przeciwstawne modele nadzoru korporacyjnego: insiderski (wewnętrzny), zwany często zamkniętym oraz outsiderski (zewnętrzny) nazywany otwartym¹. W modelu zamkniętym skuteczność nadzoru zależy wyłącznie od kompetentnego składu i skuteczności działania rady nadzorczej. Natomiast w modelu zewnętrznym rada nadzorcza wykorzystuje również oddziaływanie zewnętrznych mechanizmów rynkowych do dyscyplinowania zarządu korporacji, opierając się zarówno na rynkach wyrobów i usług, jak i na rynkach finansowych. Kadra zarządzająca musi zawsze sprostać konkurencji na rynkach produktów, jeśli chce zachować swoją pozycję i uchronić przedsiębiorstwo przed bankructwem.

Oddziaływanie dyscyplinujące rynku wyrobów i usług jest tym silniejsze, im ostrzejsza jest konkurencja. Sukces przedsiębiorstwa otwiera przed kadrą zarządzającą nowe możliwości awansu na intratnych stanowiskach w większych firmach, a długookresowe pogarszanie wyników finansowych przedsiębiorstwa lub upadłość oznacza utratę dotychczas zajmowanego stanowiska i małą szansę na pozyskanie nowego.

* Prof. zw. dr hab., Górnośląska Wyższa Szkoła Handlowa im. W. Korfańskiego w Katowicach; e-mail: adampeszko@wp.pl

¹ **A. Peszko**, *Rada nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2006, s. 135.

Najważniejszą rolę w modelu nadzoru zewnętrznego odgrywają jednak rynki finansowe i do tego obszaru ograniczymy nasze zainteresowanie w niniejszym opracowaniu. Najsilniejsze i najbardziej rozwinięte rynki finansowe występują w Wielkiej Brytanii i jej dawnych koloniach czyli w Stanach Zjednoczonych, Australii, Indiach i Singapurze. Najślabsze jest natomiast oddziaływanie rynków finansowych w krajach stosujących dawniej Kodeks Napoleński, czyli Francji, Włoszech, Hiszpanii oraz większości krajów Ameryki Łacińskiej. Między tymi dwoma biegunami znajdują się Niemcy, Japonia i kraje skandynawskie oraz Europa Środkowa, w tym Polska. Opisując działania mechanizmu nadzoru zewnętrznego przy pomocy rynków finansowych, S. Rudolf podkreśla, że na bieżąco dokonują one wyceny spółek publicznych.

Pogorszenie wyników spółki prowadzi do pozbywania się jej akcji, co w konsekwencji przyniesie spadek jej notowań na giełdzie. Stanowi to ważny sygnał dla kadry zarządzającej spółki, która – chroniąc swoje stanowiska i zabezpieczając się przed wrogim przejęciem – winna zintensyfikować wysiłki na rzecz poprawy wyników finansowych. Dyscyplinujące działanie rynków finansowych widoczne też jest przy korzystaniu spółki z kredytów.

Wydaje się jednak, że obraz zewnętrznego mechanizmu nadzoru korporacyjnego oparty o rynki finansowe nie jest klarownie prosty i precyzyjny, bowiem struktura rynków finansowych podlega na całym świecie ciągłym zmianom. Szczególnie istotne zmiany w strukturze rynków finansowych następowały w ostatnich dekadach ubiegłego wieku. Od połowy lat 70. zaczęła zdecydowanie dominować w gospodarce światowej doktryna neoklasycznej ekonomii, oparta na przekonaniu o doskonałych własnościach samoregulacyjnego rynku. Prowadziło to do stopniowego ograniczania roli krajowych regulatorów rynków finansowych², bo obowiązywała zasada, że im mniej państwa w gospodarce, tym lepiej dla tej gospodarki.

Szczególnie niebezpieczne dla równowagi gospodarki światowej było – widoczne w ostatnich dekadach XX wieku – przyspieszenie procesu łączenia rynków finansowych w globalny rynek finansowy, który wymykał się kontroli krajowych regulatorów i funkcjonował bez żadnego systemu monitorowania i mechanizmów kontroli. Doprowadziło to do globalnego kryzysu gospodar-

² Szerzej na ten temat w: **A. Peszko**, *Użyteczność nadzoru korporacyjnego w zapobieganiu kryzysom gospodarki globalnej*, [w:] **P. Urbanek** (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ 2010, s. 65–82, oraz: **A. Peszko**, *Strategia korporacji przemysłowych na rynkach finansowych*, [w:] **P. Urbanek** (red.), *Nadzór...*, s. 63–78.

czego lat 2008–2009, którego skutki w postaci wysokiego bezrobocia i głębokiego zadłużenia gospodarek narodowych nie zostały jeszcze przewyżczone. Niestabilność globalnego rynku finansowego jest wciąż kluczowym problemem zagrażającym rozwojowi gospodarki globalnej.

Nic więc dziwnego, że kolejną Nagrodę Nobla w dziedzinie ekonomii w roku 2013 otrzymali: Eugene F. Fama (ur. w 1939 roku), Lars Peter Hansen (1952), obaj z University of Chicago, oraz Robert J. Shiller (1946) z Yale University, za empiryczne analizy cen aktywów („*for their empirical analysis of asset prices*”). Warto więc zapoznać się z wnioskami z tych analiz, które nobliści prezentują w swych publikacjach. Otrzymamy tą drogą bardzo kompetentną opinię o sprawności współczesnych rynków finansowych jako narzędzia dyscyplinującego menedżerów w systemie nadzoru korporacyjnego.

Realizując tak sformułowany cel, w opracowywaniu zatytułowanym *Rynki finansowe w mechanizmie nadzoru korporacyjnego*, skoncentrujemy się na hipotezie efektywności rynków finansowych, wykorzystując głównie dorobek Eugene’a Famy. Jest on najbardziej uznanym autorytetem w zakresie analizy rynków finansowych i autorem, sformułowanej jeszcze w połowie lat 60. ubiegłego wieku, tzw. definicji efektywnego rynku finansowego.

2. Hipoteza rynku efektywnego i racjonalność zachowań uczestników rynków finansowych

Koniecznym warunkiem pozytywnej weryfikacji hipotezy rynku efektywnego (EMH – *Efficient Market Hypothesis*), rozumianej łącznie jako efektywność alokacji, efektywność organizacyjna oraz efektywność informacyjna, jest spełnienie warunków: racjonalności zachowań uczestników rynku, powszechnego dostępu do natychmiastowej, niezawodnej, pewnej i bezpłatnej informacji oraz braku podatków i opłat na giełdzie. Hipoteza EMH, na ogół przyjmowana za bardzo kontrowersyjną, jest jednak ciągle podstawą rozważań teoretycznych we wszystkich nowoczesnych koncepcjach i modelach rynków finansowych³. Dzieje się tak z prostej przyczyny – odrzucenie hipotezy efektywności prowadziłoby do zaprzeczenia racjonalności działań uczestników rynku, jako zbioru jednostek o cechach *homo economicus*, w dążeniu do

³ O. Starzeński, *Analiza rynków finansowych*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 44.

maksymalizacji spodziewanej użyteczności indywidualnej, w oparciu o antycypację przyszłości, na podstawie informacji bieżącej i przyszłej. Zgodnie z założeniami hipotezy EMH, ceny instrumentów finansowych w każdej chwili stanowią wyraz całości posiadanej informacji w danej chwili, zarówno historycznej i bieżącej, jak i racjonalnie przewidywanej. Oznacza to, że zmiana cen w okresie następnym nastąpić może jedynie w wyniku napływu nowej informacji lub zaistnienia nieprognozowanego zdarzenia, co pozwala na wnioskowanie o losowości rynków finansowych. Natomiast jeżeli zbiór informacji w okresie następnym jest identyczny jak w okresie bieżącym, to cena w okresie następnym nie powinna się zmienić, w przeciwnym przypadku byłoby to podstawą do negatywnej weryfikacji hipotezy efektywności rynku.

Zbiór uczestników rynku jest z reguły bardzo zróżnicowany pod względem zachowań inwestorskich i pod tym względem wyróżnić można trzy podstawowe grupy:

- inwestorów podejmujących bardzo inteligentne decyzje na podstawie wszystkich istotnych informacji;
- ignorantów, wykorzystujących informacje niemające związku z podejmowanymi decyzjami (*noise traders*);
- inwestorów „dobrze poinformowanych”, wykorzystujących dostępne im informacje o charakterze poufnym (*insiders*).

Istotny jest również podział inwestorów na dwie grupy różniące się podejściem do stosowanych metod podejmowania decyzji inwestycyjnych:

- hołdujący metodom tzw. analizy technicznej, bazującej na analizie konfiguracji graficznej, uzyskanej na podstawie informacji o wahaniami kursów w czasie (czartyści);
- fundamentaliści, stosujący kompleksowe metody z wykorzystaniem szerokiej gamy informacji o zmiennych ekonomicznych, traktowanych jako zmienne objaśniające⁴.

R.J. Shiller i E. Fama mają dosyć zróżnicowane poglądy na temat hipotezy efektywności rynków finansowych. Shiller w swych publikacjach, już od lat 80. ubiegłego wieku, konsekwentnie prezentuje pogląd, że nadmierna zmienność wahań cen aktywów świadczy przeciwko zachodzeniu hipotezy EMH⁵.

⁴ O. Starzeński, *Analiza...*, s. 45.

⁵ R.J. Shiller, *The use of volatility measures in assessing market efficiency*, *The Journal of Finance* 1981/36/2.; *idem*, *Market volatility*, Cambridge, Massachusetts 1989, MIT Press, cyt. za: O. Starzeński, *Analiza...*, s. 45.

Natomiast Fama jest mniej radykalny i w swej opinii, opartej na badaniu z lat 60., stwierdza, że konkurencja pomiędzy coraz liczniejszą grupą inteligentnych inwestorów prowadzi do zwiększenia efektywności rynku kapitałowego, w wyniku czego rzeczywiste ceny aktywów zbliżają się coraz bardziej do cen fundamentalnych, które należy traktować za „prawdziwe”⁶. Rozbieżność w stanowiskach obu noblistów może wynikać z głębokich zmian struktury rynków finansowych, które miały miejsce w ostatnich dekadach XX wieku.

W okresie tym, obok banków, na rynkach kapitałowych pojawiało się coraz liczniejsze grono inwestorów instytucjonalnych, reprezentujących zwykle lokaty gospodarstw domowych. Proces ten postępował szczególnie intensywnie w Stanach Zjednoczonych, gdzie około 50% oszczędności gospodarstw domowych lokowanych jest w akcje, podczas gdy we Francji udział ten sięga tylko 11%. Inwestorzy instytucjonalni koncentrują wysiłek na działaniach prowadzących do maksymalizacji dodatnich wyników uzyskiwanych z lokat kapitałów. W zasadzie powinno to sprzyjać zwiększeniu efektywności rynku kapitałowego, ale może też powodować niekorzystne zjawisko nadmiernego skracania horyzontu czasowego giełdowych decyzji inwestycyjnych, prowadzące do niestabilności rynków finansowych. Wśród inwestorów instytucjonalnych najliczniejszą grupę stanowią towarzystwa ubezpieczeń na życie, innych ubezpieczeń osobowych i majątkowych (*insurance companies*) oraz fundusze emerytalne (*pension funds*). Obok nich coraz liczniej zaczęły się pojawiać różnego rodzaju fundusze inwestycyjne: wzajemne (*mutual funds*), otwarte i zamknięte (*open and closed funds*), a także fundusze hedgingowe, wykorzystujące powszechnie zabezpieczające transakcje terminowe (*hedge funds*). Szczególną rolę wśród funduszy inwestycyjnych odgrywają fundusze *private equity*, które są nastawione na osiągnięcie zysków – wyższych niż zyski kapitałowe – w długim okresie, z inwestowania w przedsiębiorstwa niebędące spółkami giełdowymi i zwykle wymagające restrukturyzacji. Najczęściej fundusze te zaciągają pożyczkę na zakup restrukturyzowanego przedsiębiorstwa, spłacają z wypracowanych zysków tę pożyczkę, a po zakończeniu procesu restrukturyzacji, z dużym zyskiem sprzedają je. Szybko rośnie też znaczenie bardzo zasobnych, tzw. niezależnych funduszy publicznych (*sovereign wealth fund*). Dysponują one kolosalnymi rezerwami wymiany handlowej niektórych

⁶ E.F. Fama, *Random walk in stock market prices*, Financial Analysts Journal 1965/IX–X, cyt. za: O. Starzeński, *Analiza...*, s. 45.

krajów i są zdolne do przejęcia kontroli nad kwitającymi przedsiębiorstwami – spółkami giełdowymi – przez wykup ich akcji na rynku światowym.

Wśród funduszy hedgingowych trzeba wyróżnić tzw. fundusze arbitrażowe, wykorzystujące szeroko metody inżynierii finansowej w celu oceny ryzyka i optymalnej dywersyfikacji lokat kapitałowych, z wykorzystaniem niedoskonałości rynków lokalnych i różnicy kursów. Inną, ale zbliżoną metodami działań, grupę funduszy hedgingowych stanowią tzw. fundusze o strategiach spekulacyjnych, prowadzące działalność poza granicami, w niepodlegających kontroli administracyjno-finansowej centrach *offshore*. Są to w $\frac{3}{4}$ fundusze amerykańskie i brytyjskie, w $\frac{2}{3}$ zlokalizowane na Kajmanach, a ich ilość szacuje się na 8 do 10 tysięcy. Politycy i opinia publiczna przypisują im częściową odpowiedzialność za wywołanie kryzysu *subprime* w roku 2008 oraz przyspieszanie procesu spadku kursu obligacji greckich, hiszpańskich i portugalskich w roku 2010⁷.

W ostatnich dwu dekadach ubiegłego wieku pojawiły się też na rynku finansowym zupełnie nowe produkty finansowe, zwane instrumentami pochodnymi (*derivative instruments*), które teoretycznie miały zapewniać zwiększenie stabilności rynku przez transfer ryzyka. Są emitowane przez wyspecjalizowane instytucje finansowe i stanowią przedmiot transakcji na specjalnych rynkach kapitałowych. Rzeczywistym celem wprowadzenia tych produktów było pozyskiwanie przez fundusze hedgingowe znacznych, pozostających na kontach bankowych, kapitałów, które nie zostały zainwestowane w rozwój produkcji lub usług. Szeroka reklama i wysokie zyski przyczyniły się do gwałtownego wzrostu zainteresowania rosnącą paletą instrumentów pochodnych (*forwards, futures, swaps*), tak, że zaczęły się nimi bardzo interesować same banki, lokując w nie znaczne środki finansowe, kosztem ograniczania swej tradycyjnej działalności podstawowej na rynku kredytów, akcji i obligacji.

Instrumenty pochodne są walorami o wysokim stopniu ryzyka; wprowadzono je w zamiarze poprawy płynności rynków finansowych, ale mają one jednocześnie charakter instrumentów spekulacyjnych, pozwalających na osiąganie wysokich zysków przy proporcjonalnie małych wkładach inwestycyjnych. Analizą instrumentów transferu ryzyka i związanych z tym strategii instytucji rynków finansowych zajmuje się tzw. inżynieria finansowa i rozwijające się nauki o zarządzaniu finansami. Natomiast przedmiotem za-

⁷ O. Starzeński, *Analiza...*, s. 47.

interesowania ekonomii finansowej pozostają tradycyjne dłużne i udziałowe instrumenty transferu kapitału.

Podstawowym założeniem hipotezy rynku efektywnego pozostaje racjonalność zachowań uczestników rynku. W teorii wyróżnia się jednak obecnie trzy podstawowe, zróżnicowane formy racjonalności zachowań uczestników rynku:

- racjonalność instrumentalna, odpowiadająca tradycyjnie rozumianej racjonalności neoklasycznej o nieograniczonych zdolnościach jednostek do optymalizacji decyzji, wobec nieograniczonego i wolnego od opłat dostępu do pełnej i pewnej informacji;
- racjonalność poznawcza (kognitywna), zakładająca zdolność jednostki do konfrontacji posiadanych informacji z otoczeniem, w którym jednostka się znajduje, przy czym nie wszystkie jednostki dysponują identycznym zasobem informacji i nie wszyscy identycznie posiadane informacje oceniają i wykorzystują;
- racjonalność ograniczona (w ujęciu Herberta Simona – laureata Nagrody Nobla z ekonomii w 1978 roku), zakładająca ograniczoną zdolność jednostki do optymalizacji decyzji, jak i ograniczone możliwości pozyskiwania i przetwarzania informacji. Dlatego decydenci w gospodarce nie podejmują decyzji optymalnych, a decyzje zadowalające ich, uznane przez nich za zbliżające ich w stopniu dostatecznym do realizowanego celu. Można przyjąć za najbardziej prawdopodobne, że zdecydowana większość uczestników rynków finansowych cechuje się współcześnie ograniczoną formą racjonalności zachowań.

W ekonomii finansowej zwykle poddaje się konfrontacji założenia antycypacji racjonalnej z praktyką rynków finansowych. Krytykowane jest przy tym mocno założenie o ciągłości wykorzystywania odpowiedniej teorii ekonomicznej w czasie, a nawet kwestionowane istnienie takich teorii bez uwzględniania bieżących zmian strukturalnych w gospodarce oraz oceny wiarygodności i analizy treści decyzji podejmowanych przez czynniki polityczne. Równocześnie zakłada się, że zdolności analityczne inwestorów podejmujących decyzje są zróżnicowane i różne są ich zdolności do zmiany wykorzystywanego modelu decyzyjnego. Liczyć się też trzeba ze zjawiskiem hołdowania przez niektórych inwestorów określonej modzie modyfikacji stosowanych modeli decyzyjnych. Powyższe założenia uwzględnia sformalizowana definicja efektywnego rynku finansowego zaproponowana przez E.F. Fama, przedstawiana zwykle w postaci jego pierwszego twierdzenia o efektywności rynku w brzmieniu: „Rynek finan-

sowy jest efektywny wtedy i tylko wtedy, gdy będący w dyspozycji cały zbiór informacji, dotyczący wszystkich instrumentów (akcji) znajdujących się na rynku kapitałowym, znajduje natychmiastowe odbicie w cenach tych instrumentów.”⁸

Z powyższego twierdzenia Fama wyprowadza w tej samej publikacji trzy wnioski:

1. Inwestorzy działają inteligentnie i racjonalnie oraz konkurencyjnie, co przy dużej ich liczbie powoduje, że cena instrumentów (akcji) jest dobrą estymacją ich ceny rzeczywistej, zwanej ceną fundamentalną lub wewnętrzną (*intrinsic value*).
2. Na rynku efektywnym cena obserwowana podlega losowej fluktuacji wokół swojej ceny fundamentalnej. Gdy wahania te tracą cechy losowych a zaczynają mieć charakter systematyczny, to bardziej inteligentni inwestorzy mogą je lepiej przewidzieć i wykorzystać do uzyskania dodatkowego zysku.
3. Ponieważ pewne zaobserwowane wahania na rynku finansowym są niemożliwe do przewidzenia w racjonalny sposób wobec wszystkich dostępnych informacji znajdujących się w dyspozycji, to należy uznać, że ich przyczyną są warunki losowe.

W wyniku dalszych badań własnych, Fama uściślił później definicję efektywności informacji rynku finansowego, ustalając trzy jej odrębne i nakładające się formy. Definicja ta, nazywana II twierdzeniem Famy o efektywności rynku, ma brzmienie: „Efektywność informacji rynku finansowego przejawia się w trzech formach:

1. Forma słaba (*weak hypothesis*) występuje wtedy i tylko wtedy, gdy odbicie w cenach instrumentów znajdują jedynie informacje historyczne, dotyczące zarówno ich samych, jak i przedsiębiorstw, branży i całej gospodarki.
2. Forma pół silna (*semi strong hypothesis*) występuje wtedy i tylko wtedy, gdy natychmiastowe odbicie w cenach, prócz informacji zdefiniowanej w formie słabej, znajdują bieżące informacje publiczne, ogólnie dostępne.
3. Forma silna (*strong hypothesis*) występuje wtedy i tylko wtedy, gdy natychmiastowe odbicie w cenach, prócz informacji zdefiniowanych w formie słabej i pół silnej, znajdują bieżące informacje poufne, o utajnionym charakterze, znane jedynie bardzo wąskiej grupie osób uprawnionych (*insiders*).”⁹

⁸ E.F. Fama, *Random walk...*, cyt. za: O. Starzeński, *Analiza...*, s. 55.

⁹ E.F. Fama, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, *Journal of Finance* 1970/25, s. 2; *idem*, *Efficient capital markets II*, *Journal of Finance* 1991/46, s. 5, cyt. za: O. Starzeński, *Analiza...*, s. 56.

W swoim twierdzeniu o generowaniu cen na rynku efektywnym Fama dowodził, że cena akcji i w chwili t równa jest sumie aktualizowanych, racjonalnie przewidywanych przyszłych dywidend, na podstawie zbioru dostępnych informacji I w chwili obecnej t , i tak określoną cenę traktował jako cenę fundamentalną akcji. Historycznie rzecz biorąc, inwestorzy rzeczywiście dokonywali oceny papierów wartościowych (akcji) ze względu na racjonalnie antycypowaną sumę aktualizowanych przyszłych dywidend. Kontynuując swoje badania na przełomie wieków, Fama zauważył jednak, że w ostatnich dwu dekadach XX wieku dywidendy powoli traciły na znaczeniu, a miernikiem oceny finansowej spółki giełdowej stał się stosunek kursu do wygenerowanego zysku (PER – *Price Earnings Ratio*)¹⁰. Natomiast wypłatom dywidendy zaczęto przypisywać nowe właściwości i traktować je jako kryterium oceny strategii korporacji i związanych z tym kursów akcji w bliższej i dalszej przyszłości. Dywidenda, skorelowana z wynikami przedsiębiorstwa oraz zasobami płynnych środków finansowych (*free cash flows*), jest obecnie traktowana przez rynek finansowy z dwu punktów widzenia.

Z punktu widzenia wskaźnika realizacji, rynek nie reaguje na różnicę pomiędzy ogłoszoną stopą wzrostu a stopą wzrostu z okresu poprzedniego, a tylko na różnicę między ogłoszoną a przewidywaną przez analityków stopą wzrostu; oznacza to, że wzrost dodatni, ale mniejszy od przewidywanego, może wpłynąć na obniżkę kursu, i odwrotnie: ogłoszenie gorszego wyniku finansowego, ale lepszego od przewidywanego przez analityków, może oddziaływać na kurs dodatnio.

Z drugiego punktu widzenia, wypłata wysokiej dywidendy może mieć negatywny wpływ na kurs akcji, bo może być potraktowana przez inwestorów jako informacja o braku innowacyjnego programu inwestycyjnego, zapewniającego efektywny rozwój przedsiębiorstwa. Okazuje się więc, że zarysowany we wstępie klarowny opis racjonalnych zachowań inwestorów na rynkach finansowych w ostatnich dekadach XX wieku zaczyna się coraz bardziej komplikować i odchodzić od racjonalności. Co gorsze, w latach 90. dochodziło coraz częściej do celowego zniekształcania informacji na rynkach finansowych bądź manipulowania tymi informacjami dla osiągnięcia doraźnych, nienależnych, indywidualnych korzyści finansowych, którym towarzyszyły zwykle olbrzymie

¹⁰ E.F. Fama, K.R. French, *Disappearing dividends: changing firm characteristics or power propensity to pay*, Journal of Financial Economics 2001/59, s. 3, cyt. za: O. Starzeński, *Analiza...*, s. 61.

straty społeczne. Przykładem jest seria niespodziewanych upadłości potężnych korporacji amerykańskich na przełomie wieków. Podniosła się wówczas fala krytyki i naukowych analiz informacji na rynkach finansowych, czego dowodem jest między innymi Nagroda Nobla w roku 2001 dla Josepha E. Stiglitz, która przyznana została za badania asymetrii informacji stron w kontraktach rynkowych. Noblista ten kilka lat później przeprowadził wnikliwą analizę przyczyn upadłości ENRONU, giganta energetycznego z Kalifornii, który, po paśmie bezprzykładnych sukcesów, niespodziewanie upadł w roku 2001, wciągając w stan upadłości współpracującą z nim najszacowniejszą na świecie firmę księgową Arthura Andersena i narażając na niesławę banki: J.P. Morgana, Citibank i Merrilla Lyncha. Oparty o tę analizę wniosek Stiglitz jest jednoznaczny: „U podłoża upadku ENRONU leżało oszustwo, które pomagało mu osiągać zyski w wyniku manipulowania zderegulowanym rynkiem energii w Kalifornii, wzbogacało własnych akcjonariuszy kosztem kalifornijskich konsumentów, producentów i podatników, a członkom zarządu firmy umożliwiało *de facto* okradanie tych akcjonariuszy, aby się wzbogacić.”¹¹.

3. Zakończenie

Fundamentalnym warunkiem sprawności modelu zewnętrznego nadzoru korporacyjnego jest racjonalność zachowań uczestników rynku i pozytywna weryfikacja hipotezy rynku efektywnego EHM, która obejmuje efektywność alokacji, efektywność organizacyjną i efektywność informacyjną rynku. Jeden z laureatów Nagrody Nobla w 2013 roku, E.F. Fama, formułując w latach 60. definicję efektywnego rynku finansowego, nie miał wątpliwości, że ten fundamentalny warunek jest na ogół spełniany, bo zbiór informacji na rynku kapitałowym znajduje natychmiastowe odbicie w cenach akcji, a inwestorzy działają inteligentnie i racjonalnie, powodując, że ceny akcji są dobrą estymacją ich ceny rzeczywistej, zwanej ceną fundamentalną. Ale Fama już wtedy zauważył, że niektóre wahania na rynku finansowym są niemożliwe do przewidzenia, czego przyczyną są warunki losowe.

¹¹ **J.E. Stiglitz**, *Szalone lata dziewięćdziesiąte. Nowa historia najświetniejszej dekady w dziejach świata*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2006, s. 220; oryg.: **J.E. Stiglitz**, *The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade*, 2003.

Natomiast innego zdania był drugi noblista z 2013 roku, J.E. Shiller, który już w swoich publikacjach z początku lat 80. prezentował jednoznacznie pogląd, że nadmierna zmienność wahań cen akcji świadczy przeciwko zachodzeniu hipotezy EMH dla rynków finansowych.

Rozbieżność stanowisk tych autorytetów uzasadnia głęboka zmiana struktury rynków finansowych, która miała miejsce w trzech ostatnich dekadach XX wieku, gdy w gospodarce światowej dominowała skrajnie liberalna neoklasyczna doktryna ekonomiczna.

Potwierdza to też stopniowa ewolucja poglądów E.F. Famy (najbardziej wytrwałego empirycznego analityka rynków finansowych), który w 1965 roku nie miał zastrzeżeń do efektywności informacyjnej rynku i przewidywał, że konkurencja między coraz bardziej powiększającą się grupą inteligentnych inwestorów doprowadzi do zwiększenia efektywności rynku kapitałowego. Natomiast w swych publikacjach z 1976 roku kwestionuje już pełną efektywność informacyjną rynku finansowego i wyróżnia trzy formy tej efektywności: słabą, pół silną i silną. Wreszcie w roku 1991 przyznaje, że – po żmudnych badaniach empirycznych efektywności informacyjnej – uzyskał rezultaty zarówno potwierdzające, jak i negujące efektywność informacyjną w każdej z wyróżnionych przez niego form efektywności.

Należy przypuszczać, że tak radykalna ewolucja poglądów E.F. Famy następowała nie tylko w wyniku jego własnych niezwykle bogatych badań empirycznych. Znaczący wpływ na poglądy Famy miały również publikowane wyniki badań innych wybitnych ekonomistów, między innymi laureatów Nobla: 1978 roku – Herberta Simona i 2001 roku – Josepha E. Stiglitz.

Za sprawą pierwszego z nich wprowadzono trzecią formę racjonalności zachowań uczestników rynku, tzw. racjonalność ograniczoną, w której założono z samej zasady ograniczoną zdolność jednostki do optymalizacji decyzji gospodarczych i ograniczone możliwości pozyskiwania i przetwarzania informacji.

Stiglitz natomiast, nagrodzony za matematyczne analizy asymetrii informacji stron kontraktów rynkowych, zaimponował ponownie w roku 2003 wnikliwą analizą przyczyn upadku kalifornijskiego giganta energetycznego ENRONU. W konkluzji tej analizy stwierdził, że bezprzykładowy rozwój i nagły upadek ENRONU były wynikiem szeregu oszustw, które pozwalały tej firmie osiągać zyski w wyniku manipulowania zderegulowanymi rynkami. Rynek, który miał być strażnikiem dyscyplinującym zachowanie zarządów korporacji,

stał się, w wyniku nadmiernej liberalizacji, narzędziem wzbogacania członków zarządu kosztem okradania akcjonariuszy, konsumentów i podatników.

Podsumowując powyższe rozważania, można stwierdzić, że zmiany, jakie zaszły w strukturze rynków finansowych w ostatnich dekadach XX wieku, uniemożliwiają wykorzystywanie tych rynków w ramach modelu otwartego nadzoru korporacyjnego jako dodatkowego mechanizmu dyscyplinowania zarządów korporacji.

Bibliografia

- Peszko A.**, *Użyteczność nadzoru korporacyjnego w zapobieganiu kryzysom gospodarki globalnej*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wyd. UŁ, Łódź 2010.
- Peszko A.**, *Strategia korporacji przemysłowych na rynkach finansowych*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź 2012.
- Rudolf S.**, *Plaszczyzny oddziaływania nadzoru właścicielskiego na efektywność spółek*, [w:] Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2000.
- Starzeński O.**, *Analiza rynków finansowych*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Stiglitz J.E.**, *Szalone lata dziewięćdziesiąte. Nowa historia najświetniejszej dekady w dziejach świata*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2006.

Adam PESZKO

THE FINANCIAL MARKETS IN THE CORPORATE GOVERNANCE MECHANISM

(Summary)

The study critically estimates the financial markets as external tools of corporate supervision. Moreover the key meaning of accountancy in the corporation management was exposed. These conclusions were based on the universal analysis of Simon, Stiglitz, Fama and Shiller scientific publications – the laureates' of Prize in Economic Sciences in memory of Alfred Nobel.

Keywords: corporate governance, efficient market hypothesis, financial market

Krzysztof POSTRACH*

PROBLEMY UKRYTYCH APORTÓW W SPÓŁKACH PUBLICZNYCH

Słowa kluczowe: aport, ukryty aport, wycena aportu, kapitał zakładowy

1. Wstęp

Wnoszenie aportu (wkładu niepieniężnego) jest powszechnym zjawiskiem w spółkach kapitałowych. Szczególnego znaczenia nabiera w spółkach publicznych, w których akcjonariusze mniejszościowi w niewystarczającym stopniu monitorują poczynania dominującego akcjonariusza. Sprawia to, że mamy do czynienia ze znanym zjawiskiem transferu wartości (prywatnych korzyści kontroli). Zostało ono dokładnie opisane w literaturze przedmiotu. Niemniej warto zwrócić uwagę na jeden ze sposobów uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli, nieopisany w literaturze poświęconej nadzorowi korporacyjnemu, jakim są tzw. ukryte aporty.

Celem opracowania jest analiza ukrytych aportów jako jednego ze sposobów uzyskiwania prywatnych korzyści kontroli. Przeprowadzono ją w aspekcie prawnym oraz z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego, wskazując na negatywne konsekwencje ukrytych aportów oraz na możliwości przeciwdziałania tym praktykom. Wykorzystano przypadki ukrytych aportów. Potwierdziło się przyjęte założenie, że są one niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych. Poczynione obserwacje pozwoliły określić okoliczności sprzyjające posługiwaniu się ukrytymi aportami dla uzyskania prywatnych korzyści kontroli.

* Dr, Katedra Analizy Ekonomicznej i Finansów, Politechnika Gdańska; e-mail: k.postrach@gmail.com

2. Zagrożenia związane z wnoszeniem aportu

W spółkach publicznych o skoncentrowanych strukturach własności, a do takich należą spółki notowane na warszawskiej giełdzie, nabywanie od dominującego akcjonariusza składników majątku po zawyżonej cenie zalicza się do typowych nadużyć związanych z transferem wartości¹. Pewną odmianą tych transakcji jest wnoszenie aportu o zawyżonej wartości. W obu przypadkach mamy do czynienia z podobnymi negatywnymi konsekwencjami dla akcjonariuszy. Występują jednak istotne różnice w regulacjach mających chronić przed tego typu nadużyciami. Warto przyjrzeć się bliżej tym różnicom i ocenić, czy są one uzasadnione w sytuacji, gdy jest możliwe obchodzenie w łatwy sposób, i tak się w praktyce dzieje, przepisów o wkładach niepieniężnych poprzez formalne zastąpienie wniesienia aportu transakcją polegającą na nabyciu mienia.

Jednym z typowych sposobów transferu wartości jest sprzedawanie spółce mienia po zawyżonej cenie przez jej akcjonariusza dominującego. Dlatego kodeks spółek handlowych² w art. 394 § 3 rygorystycznie traktuje nabywanie od założyciela lub akcjonariusza jakiegokolwiek mienia, jeśli jego cena przewyższa dziesiątą część wpłaconego kapitału zakładowego, a ma to miejsce przed upływem dwóch lat od dnia zarejestrowania spółki. Wówczas należy przedłożyć walnemu zgromadzeniu sprawozdanie zarządu, przedstawiające między innymi zastosowaną metodę wyceny aktywów³. Sprawozdanie to poddawane jest badaniu przez biegłego rewidenta (rewidentów).

Podobne zagrożenia związane z wyceną występują w odniesieniu do aportów. Z uwagi na potrzebę ochrony wierzycieli spółki, a także jej akcjonariuszy, przepisy regulują wkłady niepieniężne odmiennie niż wkłady pieniężne. Kluczową rolę w przypadku aportów odgrywa ich wycena. W związku z tym KSH wprowadza obowiązek wyceny aportu podobny do wskazanego wyżej

¹ Przypadki tego rodzaju opisano między innymi w: **K. Postrach**, *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem*, [w:] **S. Rudolf** (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2000, s. 145–146; **K. Postrach**, *Rola niezależnych członków rad nadzorczych w sprawowaniu nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych w Polsce*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG 2009/1, *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, s. 323.

² Ustawa z dn. 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn.: Dz.U. z 2013 r., poz. 1030), dalej jako KSH.

³ Nie dotyczy to m.in. nabycia papierów wartościowych na rynku regulowanym.

w odniesieniu do nabycia mienia (art. 311–312¹, art. 431 § 7). Przepisy te mają zapobiec zawyżaniu wartości aportu.

Pojęcie aportu nie zostało zdefiniowane w obowiązujących przepisach prawnych regulujących wnoszenie aportów⁴. Można przyjąć, że aport to wkład niepieniężny, wniesiony do spółki na pokrycie kapitału zakładowego. W zamian za wniesiony do spółki wkład, otrzymuje się jej udziały lub akcje⁵. Przedmiotem aportu mogą być rzeczy i prawa majątkowe, jeśli są zbywalne i stanowią składnik aktywów jednostki⁶.

W spółkach publicznych o skoncentrowanych strukturach własności częstym zjawiskiem jest wnoszenie do spółki aportów (w KSH określa się je jako wkłady niepieniężne) przez dominującego akcjonariusza. W związku z tym KSH wprowadza obowiązek wyceny aportu przez założycieli (art. 311 § 1 pkt 5 KSH) oraz spółkę przy podwyższaniu kapitału zakładowego (art. 431 § 7). Mieści się to w ramach sprawozdania, które musi być poddane badaniu przez rewidenta (rewidentów). Badanie to ukierunkowane jest na weryfikację metody wyceny przyjętej w sprawozdaniu (art. 312 § 4). Można spotkać się z opinią, z której wynika, że nie jest wystarczające, aby biegli odnosili się do metody wyceny, ale sami ją przeprowadzili⁷. Należy zaznaczyć, że nie wszystkie wkłady niepieniężne podlegają obowiązkowi wyceny, dotyczy to np. papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Wprowadzone wyjątki są uzasadnione, bo dotyczą wkładów, których wartość została niedawno ustalona, albo istnieje wyraźny punkt odniesienia dla ustalenia ich wartości⁸.

Problem polega jednak na unikaniu obowiązku wyceny aportów poprzez zastępowanie ich transakcjami, które nie nakładają takiego obowiązku. Gdyby

⁴ **G. Bucior, C. Kotyla**, *Wycena i ewidencja aportu zorganizowanej części przedsiębiorstwa*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG 2009/4/1, s. 5.

⁵ Dalej będzie mowa o aportach wnoszonych do spółek akcyjnych, co oznacza, że przywoływane przepisy KSH dotyczyć będą spółek akcyjnych.

⁶ **G. Bucior, C. Kotyla**, *Wycena...*, s. 6.

⁷ **K. Oplustil**, *Wkłady niepieniężne w prawie europejskim i polskim – zdolność aportowa, zabezpieczenie należytej wyceny, ukryte aporty*, [w:] **M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka** (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005, s. 196.

⁸ Te wyjątki, zawarte w art. 312¹ KSH, stanowią implementację Dyrektywy 2006/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 6 września 2006 r. zmieniającej Dyrektywę Rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału (Dz.U. UE nr L 264/32 z dn. 25.09.2006 r.).

przyczyną uchylania się od wyceny były jedynie koszty sporządzenia sprawozdania związanego z wniesieniem aportu i koszty badania przeprowadzonego przez biegłego, wówczas byłby to problem, który należałoby rozpatrywać wyłącznie w aspekcie prawnym. W przypadku spółek giełdowych, koszty związane z wyceną aportu niewiele dla nich znaczą (w większych spółkach praktycznie nie mają znaczenia), dlatego za główny powód obejścia przepisów o wkładach niepieniężnych należy uznać niedopuszczenie do ujawnienia faktycznej wartości aportu z uwagi na jej zawyżenie. Mamy tu więc do czynienia z problemem, który dotyczy nadzoru korporacyjnego.

Należy zaznaczyć, że wnoszeniu aportów mogą przyświecać cele, które wskazują, że nie istnieje groźba świadomego zawyżenia wartości aportu. Tak się dzieje, gdy aport ma na celu zasilić spółkę w potrzebne jej zasoby majątkowe w warunkach utrudnionego dostępu do środków pieniężnych. Aport może także służyć realizacji strategii grupy kapitałowej. Wówczas jest on wnoszony często w postaci zorganizowanej części mienia.

A. Adamska rozpatruje aporty jako mechanizm lewarowania kontroli nad spółką. Zwraca uwagę, że wniesienie aportu zwiększa stopień kontroli nad spółką i jednocześnie nie powoduje utraty kontroli nad wnoszonymi do niej zasobami. Wnoszone aporty „stają się częścią majątku spółki i pozostają w dyspozycji zarządu, który jest z kolei kontrolowany przez akcjonariusza obejmującego te akcje. W związku z tym pośrednio, nadal zasoby będące przedmiotem aportu są kontrolowane przez pierwotnego ich właściciela”⁹. Drugi sposób wzmacniania kontroli przy pomocy aportu polega na zawyżaniu jego wartości. Wówczas wnoszący aport obejmuje akcje za cenę niższą niż cena emisyjna. W ten sposób obniżany jest koszt nabycia głosów inkorporowanych w akcjach¹⁰. Można też powiedzieć, że zawyżenie wartości aportu pozwala objąć większą liczbę akcji od tej, która przysługiwałaby na podstawie jego wartości rzeczywistej (w rozumieniu ustawy o rachunkowości – wartości godziwej). Są podstawy, aby zakładać, że zawyżanie wartości aportu może wynikać nie tylko z dążenia do wzmacniania kontroli nad spółką, ale często z chęci wykorzystania już posiadanej kontroli. Uzyskuje się w ten sposób wymierne korzyści kosztem pozostałych akcjonariuszy. Wydawać by się mogło, że w praktyce nie powinniśmy mieć do czynienia z tego typu negatywnymi konsekwencjami dla

⁹ A. Adamska, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wyd. SGH w Warszawie, Warszawa 2013, s. 193.

¹⁰ *Ibidem*.

akcjonariuszy, ponieważ wycena aportów, jak już wcześniej wskazano, jest weryfikowana przez biegłego rewidenta. Okazuje się jednak, że może nie dochodzić do wyceny aportu. Tak się dzieje, gdy ma miejsce obejście przepisów o wkładach niepieniężnych. Przejawia się to w postaci tzw. ukrytych aportów. Właśnie one będą przedmiotem zainteresowania w dalszych rozważaniach. Są one z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego istotne, ponieważ rodzą negatywne skutki dla interesariuszy spółek, w których ukryte aporty mają miejsce.

3. Konsekwencje ukrytych aportów

Z wnoszeniem aportu, jak to już podkreślano, wiąże się niebezpieczeństwo jego przeszacowania. Jest ono o wiele większe niż w przypadku nabycia mienia przez spółkę od podmiotu niepowiązanego z nią. Dlatego w kodeksie mamy regulacje, przywołane wcześniej, które mają na celu przeciwdziałać tego rodzaju praktykom poprzez nałożenie obowiązku wyceny aportu. Z praktyki wynika, że można w łatwy sposób obejść te przepisy. Odbywa się to w postaci ukrytych aportów. Ukryty aport ma miejsce, gdy „na pokrycie kapitału formalnie wniesiony zostanie wkład pieniężny, w rzeczywistości jednak wkład ten zostanie zwrócony w formie zapłaty za przekazany później niepieniężny składnik majątkowy”¹¹. Mamy w tym przypadku do czynienia z rozdzieleniem wniesienia aportu na dwie czynności: wniesienie wkładu pieniężnego i nabycie przez spółkę mienia za wniesione środki pieniężne. Unika się w ten sposób stosowania reżimu przewidzianego dla aportów, tzn. obowiązku ich wyceny. Aby temu zapobiec, KSH w art. 394 rygorystycznie traktuje, na co wcześniej wskazywano, nabywanie od założyciela lub akcjonariusza jakiegokolwiek mienia. W praktyce te formalne wymogi w ograniczonym stopniu przeciwdziałają ukrytym aportom, jako że przy nabywaniu mienia od akcjonariusza obowiązek jego wyceny i badania przez biegłego rewidenta dotyczy jedynie transakcji zawartych w okresie dwóch lat od zarejestrowania spółki. Zdaniem A. Opalskiego, unormowanie ukrytych aportów jest ograniczone do etapu pierwotnego gromadzenia kapitału (nie znajduje zastosowania do podwyższania kapitału zakładowego)¹². W spółkach giełdowych przeszacowanie wartości

¹¹ J. Napierała, T. Sójka, *Projekt modernizacji dyrektywy kapitałowej*, [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), *Europejskie...*, s. 388.

¹² A. Opalski, *Prawo zgrupowań spółek*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 415.

aportów wnoszonych w związku z podnoszeniem kapitału zakładowego jest o wiele większym problemem niż przy zawiązywaniu spółki.

Nabywanie mienia od akcjonariusza jest z reguły uzasadniane przez spółkę spodziewanymi korzyściami z synergii. Premia płacona z tego tytułu w przypadku nabywania zorganizowanej części mienia może być uzasadniona pod warunkiem, że znana jest jej wysokość, a do tego potrzebna jest wycena nabywanego mienia. Gdy nabycie mienia nie podlega przepisom o aportach (jest ukrytym aportem), wówczas może mieć miejsce zawyżenie wartości mienia pod pretekstem premii z tytułu spodziewanej synergii.

Jak groźne dla akcjonariuszy są ukryte aporty, świadczy przypadek spółki Rovese (dawna nazwa Cersanit), która za środki pochodzące z emisji akcji zakupiła od dominującego akcjonariusza pięć zagranicznych spółek za 520 mln zł. Kurs spółki spadł na sesji o 42% (do najniższego poziomu od wielu lat) po podaniu informacji o tym zakupie. Powodem tego spadku był brak jakichkolwiek informacji, pozwalających określić wartość tych spółek. Na następnych sesjach kurs wzrósł, ale tylko w około połowie pozwolił odrobić poniesione straty tym akcjonariuszom, którzy nie sprzedali akcji na spadkowej sesji. Jest to jeden z wielu przypadków nabycia mienia przez spółkę giełdową od akcjonariusza w ramach podwyższenia kapitału zakładowego, bez możliwości poddania wyceny kontroli ze strony niezależnego biegłego. W rezultacie pozostali akcjonariusze w tych spółkach ponoszą straty. Nie zawsze akcjonariusz ma wystarczający poziom kontroli nad spółką, aby mógł posłużyć się ukrytym aportem. Może okazać się to niemożliwe, gdy w akcjonariacie spółki występują, z odpowiednio dużymi udziałami w głosach, inwestorzy instytucjonalni. Tak było w przypadku spółki LC Corp SA, gdy fundusze emerytalne nie dopuściły do emisji akcji, która miała posłużyć sfinansowaniu zakupu od podmiotu powiązanego z dominującym akcjonariuszem – spółki będącej właścicielem Sky Tower. Ostatecznie LC Corp SA nabyła Sky Tower za 259 mln zł ze środków pochodzących z kredytu. Widać na tym przykładzie, jak ważną rolę mają do odegrania inwestorzy instytucjonalni w nadzorze korporacyjnym.

Nasuwa się pytanie: dlaczego kodeksowe rygory dotyczące ukrytych aportów obowiązują w ograniczonym zakresie, tzn. odnoszą się do umów o nabycie mienia dla spółki od akcjonariusza, zawartych przed upływem dwóch lat od zarejestrowania spółki. Okazuje się, że takie liberalne podejście wynika z dążenia do „równorzędnej ochrony grup interesów powiązanych ze spółką,

tn. jej akcjonariuszy oraz wierzycieli spółki”¹³. To sformułowanie wiąże się z celem drugiej dyrektywy kapitałowej¹⁴. K. Oplustil wskazuje, że wzmocnienie ochrony wierzycieli nie może odbywać się kosztem uzasadnionych interesów akcjonariuszy, utrudniając im finansowanie spółki poprzez wnoszenie aportów¹⁵. To utrudnianie dotyczy kosztów sporządzanej przez spółkę wyceny aportu oraz jej weryfikacji przeprowadzanej przez biegłego rewidenta. Zdaniem optujących, za liberalizacją rygorów wyceny aportów przemawia również to, że nie daje ona pełnej gwarancji ustalenia faktycznej wartości aportu¹⁶. W tych opiniach, mówiąc o uzasadnionych interesach akcjonariuszy, traktuje się ich jako jednorodną grupę, nie biorąc pod uwagę specyfiki spółek publicznych, polegającej na tym, że mamy w nich do czynienia z akcjonariuszem sprawującym kontrolę nad spółką i pozostałymi akcjonariuszami. Jak wskazuje praktyka, może mieć miejsce konflikt interesów tych dwóch grup akcjonariuszy. Tak się dzieje w przypadku nabywania mienia od akcjonariusza dominującego. Nie dostrzega się różnic w zagrożeniach związanych z nabywaniem mienia i wnoszeniem aportów w spółkach publicznych (giełdowych) i prywatnych. W tych pierwszych zagrożenie jest większe i wymaga w odniesieniu do tych spółek bardziej rygorystycznych regulacji. Dające się zauważyć w literaturze prawniczej bagatelizowanie tego problemu może wynikać z faktu, że obejście przepisów o wnoszeniu aportów prawdopodobnie nie stanowiło dotychczas przedmiotu rozstrzygnięć polskich sądów¹⁷.

Należy jednak mieć na uwadze, że możliwości tworzenia bardziej rygorystycznych przepisów w kodeksie spółek handlowych w odniesieniu do ukrytych aportów są ograniczone przez dyrektywę, ale w pewnych kwestiach dają one ustawodawcy krajowemu pewną swobodę. W 2012 roku druga dyrektywa

¹³ K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 186.

¹⁴ Druga Dyrektywa Rady 77/91/EWG z 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. L 26 z dn. 31.01.1977 r., s. 1).

¹⁵ K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 186.

¹⁶ Report of the High Level Group of company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, November 2002. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf; stan na dzień 20.12.2013 r., s. 83.

¹⁷ O braku rozstrzygnięć sądowych w tym zakresie pisze K. Oplustil (jest on przeciwnikiem bardziej rygorystycznych regulacji w odniesieniu do ukrytych aportów). Por. K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 219.

kapitałowa, przywoływana wcześniej, została przekształcona w dyrektywę 2012/30/UE z dn. 25.10.2012 r.¹⁸. Przeciwdziałać ukrytym aportom w tej dyrektywie ma art. 13 (dotyczący nabycia przez spółkę aktywu), którego odpowiednikiem w KSH jest art. 394. Okazuje się, że dyrektywa upoważnia do wydłużenia dwuletniego terminu transakcji nabycia mienia. W odniesieniu do spółek publicznych byłoby to uzasadnione.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, że w niemieckim orzecznictwie zwalczanie ukrytych aportów oparte jest na koncepcji, w myśl której nie ma znaczenia wartość nabywanego przez spółkę mienia, lecz wystarczające jest, że umowa stanowiąca podstawę wypłaty na rzecz akcjonariusza pozostaje w rzeczowym i czasowym związku z wniesieniem przez niego wkładu¹⁹. „Istnienie związku rzeczowego przyjmuje się wówczas, gdy akcjonariusz obiektywnie mógł wnieść zbywany spółce przedmiot majątkowy jako aport w zamian za obejmowane akcje”²⁰. Konsekwencją takiego podejścia do ukrytych aportów jest przysługujące spółce roszczenie o wniesienie wkładu pieniężnego w sposób należyty. Jednocześnie akcjonariuszowi przysługuje roszczenie o wydanie przedmiotu ukrytego aportu. Jak pisze K. Oplustil, dla akcjonariusza dotkliwy skutek polega na obowiązku ponownej wpłaty wkładu pieniężnego. Ma to zniechęcić do obchodzenia przepisów o wniesieniu aportów²¹.

4. Kreowanie sztucznych kapitałów

Z pewnym rodzajem ukrytych aportów mogą wiązać się inne negatywne konsekwencje, jeszcze bardziej niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych oraz prezentacji wiarygodnego obrazu bilansu spółki. Tak się dzieje, gdy ukryte aporty przybierają postać wzajemnych emisji akcji. Podwyższanie kapitału przeprowadzane w ten sposób może być różnie opłacane, ale zawsze

¹⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/30/UE z 25 października 2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. UE nr L 315/74 z dn. 14.11.2012 r.).

¹⁹ K. Oplustil, *Wkłady...*, s. 211.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ *Ibidem*.

oznacza tworzenie sztucznego kapitału i zmarginalizowanie pozostałych akcjonariuszy w wyniku rozwodnienia kapitału.

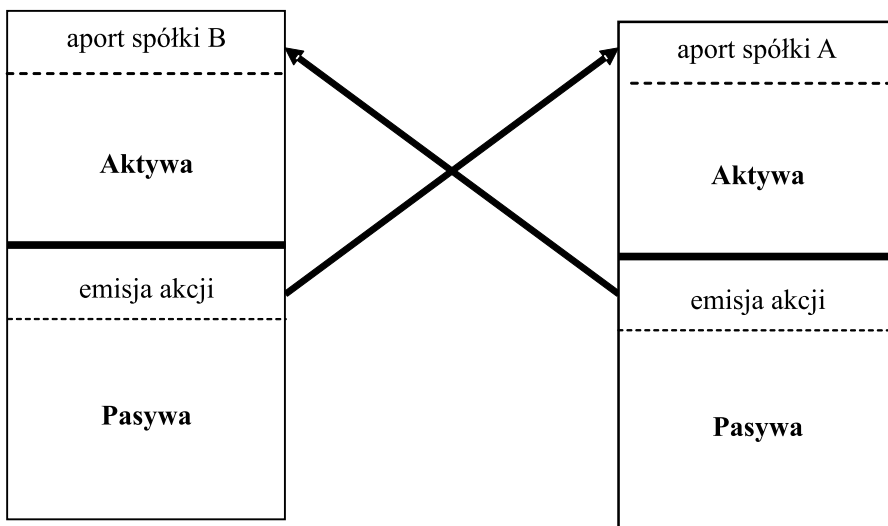
Podwyższenie kapitału w drodze wymiany akcji może być pokrywane:

- 1) wkładem pieniężnym,
- 2) akcjami.

W pierwszy przypadku mamy do czynienia z wzajemnie wnoszonymi wkładami pieniężnymi, co oznacza, że żadna ze spółek ostatecznie nic nie wydaje za otrzymane akcje, natomiast kapitał każdej z nich ulega podwyższeniu (rys. nr 1). Środki pieniężne mogą pochodzić z kredytu (otrzymanego pod zastaw kupionych akcji), który jest spłacany natychmiast po otrzymaniu zapłaty za akcje.

Negatywne konsekwencje takiego podwyższenia kapitału polegają na tym, że jest to wykreowany kapitał, niemający pokrycia w gotówce, ani w innym o konkretnej wartości aktywie, tylko w wyemitowanych akcjach.

RYSUNEK 1: *Wzajemne wnoszenie aportów*



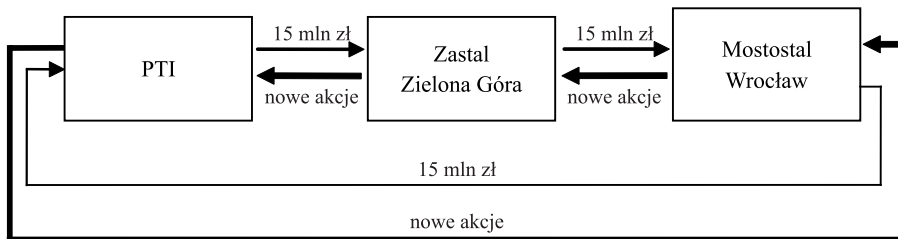
Źródło: oprac. własne.

Nie są to rozważania wyłącznie teoretyczne. Potwierdzają je przypadki zaobserwowane w spółkach notowanych na warszawskiej giełdzie. W jednym z takich przypadków mieliśmy do czynienia z kreowaniem kapitału w opisany wyżej sposób w trzech spółkach jednocześnie. W 2011 roku wyemitowane

zostały przez każdą z nich akcje, którym przypisano wartość 15 mln zł. Spółka PTI zakupiła akcje Zastalu (obie spółki notowane na giełdzie), Zastal kupił akcje Mostostalu Wrocław, a Mostostal Wrocław nabył akcje PTI. W ten sposób środki pieniężne ostatecznie nie zostały przez żadną z nich wydane, ale ich kapitały wzrosły o 15 mln zł (rys. 2).

Gdy uczestniczą w tych transakcjach trzy spółki, trudniej jest wykazać obejście przepisów o aportach, ponieważ nie mamy tu do czynienia z „nabyciem przez spółkę mienia od akcjonariusza ze środków udostępnionych przez tego akcjonariusza jako wkład pieniężny na pokrycie obejmowanych praw udziałowych”²². Każda ze spółek bowiem nabywa akcje ze środków pochodzących od innej spółki niż ta, która wniosła do niej wkład pieniężny. W rezultacie mamy do czynienia z obejmowaniem akcji formalnie za wkłady pieniężne. Przepływ środków pieniężnych i obejmowanych akcji ilustruje rys. 2.

RYSUNEK 2: *Wnoszenie ukrytych aportów*



Źródło: oprac. własne.

Jak widać, spółka PTI nabyła akcje Zastalu za 15 mln zł, odzyskując te środki pieniężne po otrzymaniu wkładu pieniężnego od Mostostalu Wrocław. Z kolei Zastal objął akcje Mostostalu Wrocław, a poniesiony na nie wydatek został mu „zwrócony” przez spółkę PTI, która nabyła akcje Zastalu. Ostatni w tej układance Mostostal Wrocław wydał 15 mln zł na kupno akcji PTI i odzyskał je od Zastalu, który zapłacił mu za jego akcje.

Jeszcze większe możliwości kreowania sztucznych kapitałów występują, gdy nie angażuje się środków pieniężnych. Emisje akcji o tej samej wartości kierowane są przez dwie spółki do siebie nawzajem, zapłata nie następuje, tylko dochodzi do potrącenia wzajemnych wierzytelności powstałych z tytułu niewniesionej opłaty za objęte akcje. W ten sposób kapitał może być podwyższony o dowolną kwotę.

²² A. Opalski, *Prawo...*, s. 415.

Odmianą takiej transakcji może być nabycie akcji spółki pochodzących nie z nowej emisji, tylko od jej właścicieli, przy czym opłata za nie zostaje wniesiona nowo wyemitowanymi akcjami. Tak postąpiła spółka Bioton, znany producent insuliny, przy zakupie udziałów w spółce Biolek, produkującej preparaty dla zwierząt, płacąc jej właścicielowi (cypryjskiej spółce) własnymi akcjami. Warto przytoczyć kilka dodatkowych szczegółów tej transakcji, które pozwolą wyjaśnić, jakie w praktyce mogą być negatywne konsekwencje obchodzenia przepisów o aporcie²³. Bioton nabył 100% udziałów na podstawie trzech umów zrealizowanych w latach 2011–2012. Przewidywały one dodatkowe premie (wyższe od ceny zakupu udziałów), gdy Biolek podpisze określone kontrakty handlowe. Cena nabycia 100% udziałów w spółce Biolek, wynikająca z tych umów, wyniosła 203 mln zł. W związku z nabyciem tych udziałów i wypłatą premii, Bioton wyemitował 2,65 mld akcji (przed ich emisją było 5,7 mld akcji). Biolek w 2011 roku nie uzyskał żadnych przychodów, a w 2012 roku wyniosły one symboliczne 82 tys. zł i w rezultacie wykazał stratę w wysokości 2,4 mln zł. Miało więc miejsce rozwodnienie kapitału na dużą skalę i głównie z tego powodu kurs akcji Biotonu spadł z ok. 0,10 do 0,02 zł.

Należy zwrócić uwagę na jeszcze jeden aspekt tych emisji. Dotyczy on prezentacji w bilansie kapitałów własnych. Spółka nie może sprzedawać akcji poniżej wartości nominalnej akcji. W przypadku Biotonu, którego akcje miały wartość nominalną 0,20 zł i taka też była cena emisyjna, problem polegał na tym, że wartość nominalna była wyższa od ceny rynkowej (kurs akcji kształtował się na poziomie 0,08–0,10 zł). W rezultacie wartość nominalna wyemitowanych akcji była wyższa od ich wartości rynkowej (odpowiadającej wartości udziałów spółki Biolek ustalonej w umowach). W tej sytuacji w bilansie Biotonu kapitał zakładowy wykazany został na poziomie wyższym od wartości udziałów Bioleku zapisanej w aktywach (w skonsolidowanym bilansie było podobnie). Dla zachowania równowagi bilansowej, obniżone zostały odpowiednio kapitały rezerwowe. Z tytułu opisywanych transakcji w latach 2011–2012 kapitał zakładowy powiększył się o 529 mln zł, a wartość godziwa udziałów Bioleku wyniosła 206 mln zł. Różnica między tymi wartościami pomniejszyła kapitały rezerwowe, przez co na koniec 2012 roku miały

²³ Obejście to polegało na tym, że Bioton kupił udziały Bioleku (nie były w związku z tym aportem), tylko nie zapłacił za nie. Wyemitował jednocześnie akcje dla Bioleku, w zamian za wkład pieniężny. Powstałe w ten sposób u obu stron wierzytelności zostały wzajemnie potrącone.

one wartość ujemną (300,5 mln zł). W tym przypadku mamy do czynienia ze sztucznie stworzonym kapitałem zakładowym²⁴. Jest to sprzeczne z zasadą realnego wniesienia kapitału.

Do takiej sytuacji by nie doszło, gdyby można było posługiwać się akcjami nieposiadającymi wartości nominalnej²⁵. Wprowadzenie takich akcji i odejście od instytucji kapitału zakładowego jest od wielu już lat podnoszone w środowisku prawniczym. Twierdzi się, że funkcja gwarancyjna kapitału zakładowego, mająca służyć ochronie wierzycieli, stwarza jedynie pozory ochrony i wprowadza wierzycieli w błąd co do rzeczywistej funkcji i charakteru kapitału zakładowego²⁶. Gdyby rzeczywiście kapitał zakładowy miał pełnić funkcję gwarancyjną, jego minimalna wysokość powinna być uzależniona od rozmiarów prowadzonej działalności. Również zakaz obejmowania akcji poniżej ich wartości nominalnej uważa się za niespełniający swojej roli. Rozwiązanie to „stanowi kwintesencję absurdu systemu kapitału zakładowego w zakresie pokrycia kapitału. Inaczej niż w przypadku wyceny wkładów przez biegłych rewidentów, regulacji tej nie da się usprawiedliwić ochroną współników przed rozwodnieniem, ponieważ dla efektu rozwodnienia miarodajne jest nie odniesienie do wartości nominalnej, lecz do rzeczywistej wartości akcji/udziałów”²⁷.

Przeciwnikom zmian w podejściu do kapitału zakładowego wskazuje się, że skuteczniejszy sposób ochrony wierzycieli – jak to ma miejsce w Stanach Zjednoczonych, gdzie odrzucono koncepcję kapitału zakładowego – „stanowią zabezpieczenia o charakterze umownym, dostosowane do potrzeb konkretnego wierzyciela i dłużnika”²⁸. Na szczeblu Unii Europejskiej podjęto próbę wypracowania koncepcji systemu ochrony wierzycieli alternatywnego wobec kapitału zakładowego. Jak dotychczas nie udało się uzgodnić poglądów w tym zakresie.

²⁴ Aby do tego nie dopuścić, można było obniżyć wartość nominalną akcji. Jednak kurs akcji na poziomie kilku groszy nie sprzyjał przeprowadzeniu takiej operacji. Wręcz przeciwnie, skłaniał do scalenia akcji i tak się stało w dn. 13 stycznia 2014 r., kiedy to akcje scalono w stosunku 100:1, a wartość nominalna akcji wzrosła z 0,20 do 20 zł.

²⁵ O zaletach akcji beznominałowych piszą **M. Cejmer, K. Zawicki**, *Akcje bez określonej wartości nominalnej (akcje beznominałowe)*, [w:] **M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka** (red.), *Europejskie...*, s. 101–174.

²⁶ **K. Oplustil**, *Wkłady...*, s. 182.

²⁷ **A. Radwan**, *Sens i nonsens kapitału zakładowego – przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych*, [w:] **M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka** (red.), *Europejskie...*, s. 77.

²⁸ **K. Oplustil**, *Wkłady...*, s. 182.

5. Zakończenie

Aporty mogą spełniać pożyteczną rolę, jednak w spółkach giełdowych bywają one wykorzystywane do przeprowadzania transakcji z samym sobą w postaci ukrytych aportów.

W wyniku takich aportów może dochodzić do tworzenia sztucznego kapitału, gdy emituje się akcje stanowiące zapłatę za wniesione akcje, które również pochodziły z emisji podyktowanej potrzebą zapłaty za otrzymane akcje. Gdy natomiast spółka za wyemitowane akcje nabywa mienie od akcjonariusza, zachodzi obawa, że wartość tego mienia może być zawyżona. Jest to tym bardziej prawdopodobne, jeśli tego typu nabycie nie jest traktowane jako aport, w związku z czym nie podlega wycenie przewidzianej dla aportów. W obu przypadkach dochodzi do rozwodnienia kapitału, na czym tracą wszyscy akcjonariusze poza tym, który wniósł aport. Zwrócono uwagę, że niekiedy ukryte aporty (np. opisany przypadek emisji akcji spółki Bioton) prowadzą do zniekształcania prezentowanych w sprawozdaniach finansowych kapitałów własnych. Ma to związek z instytucją kapitału zakładowego jako środkiem mającym chronić wierzycieli. Wskazano, że nie spełnia on swojej roli i przytoczono argumenty środowiska prawniczego, postulującego zmiany w podejściu do kapitału zakładowego.

Są to problemy, które dotyczą w szczególności spółek publicznych, a najbardziej tych, w których bierna postawa akcjonariuszy mniejszościowych sprawia, że dochodzi w spółce do emisji akcji pozwalających obejść przepisy o aportach. Przepisy kodeksu spółek handlowych pozwalają w łatwy sposób obchodzić procedurę wyceny wnoszonego do spółki aktywów. Liczne przypadki ukrytych aportów obserwowane w spółkach giełdowych świadczą o tym, że również kodeks dobrych praktyk spółek giełdowych, w tym wywodząca się z niego instytucja niezależnych członków rad nadzorczych, nie są w stanie zapobiec takim transakcjom.

Należy zwrócić uwagę na dające się zauważyć w przytoczonych opracowaniach, których autorami są prawnicy, bagatelizowanie zagrożeń związanych z wnoszeniem aportów. Tymczasem w spółkach publicznych kluczowy problem dotyczy ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Niedostrzeżenie tego zagadnienia przez legislatorów powoduje, iż regulacje kodeksowe są z reguły wspólne dla spółek publicznych i pozostałych spółek akcyjnych. Dlatego za uzasadniony należy uznać postulat, aby w kodeksie spółek handlowych wyraźnie

rozgraniczyć publiczne spółki i zamknięte (prywatne) spółki akcyjne i uznać, że spółka publiczna jest podstawową, a nie szczególną postacią spółki akcyjnej²⁹. Dzięki temu będzie można dostosować przepisy do warunków funkcjonowania spółek publicznych, których specyfika wynika z masowości akcjonariatu, różnorodności ścierających się interesów, rozdzielenia własności od zarządzania³⁰.

Bibliografia

Akty prawne:

- Druga Dyrektywa Rady 77/91/EWG z dn. 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. L 26 z dn. 31.01.1977 r., s. 1).
- Dyrektywa 2006/68/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 6 września 2006 r. zmieniająca Dyrektywę Rady 77/91/EWG w sprawie tworzenia spółek akcyjnych i utrzymywania oraz zmian wysokości ich kapitału (Dz.U. UE L 264/32 z dn. 25.09.2006 r.).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2012/30/UE z dn. 25 października 2012 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w państwach członkowskich od spółek w rozumieniu art. 54 akapit drugi Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno współników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (Dz.U. UE nr L 315/74 z dn. 14.11.2012 r.).
- Ustawa z dn. 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (tekst jedn.: Dz.U. z 2013 r. poz. 1030).

Opracowania:

- Adamska A.**, *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wyd. SGH w Warszawie, Warszawa 2013.
- Bucior G, Kotyla C.**, *Wycena i ewidencja aportu zorganizowanej części przedsiębiorstwa*, Prace i Materiały Wyd. Zarządz. UG 2009/4/1.
- Cejmer M., Zawicki K.**, *Akcje bez określonej wartości nominalnej (akcje beznominalowe)*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitalowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005.
- Napierała J., Sójka T.**, *Projekt modernizacji dyrektywy kapitalowej*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitalowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005.
- Opalski A.**, *Prawo zgrupowań spółek*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2012.

²⁹ **A. Opalski, M. Romanowski**, *O potrzebie zasadniczej reformy polskiego prawa spółek*, Przegląd Prawa Handlowego 2008/6, s. 5.

³⁰ *Ibidem*, s. 10.

- Opalski A., Romanowski M.**, *O potrzebie zasadniczej reformy polskiego prawa spółek*, Przegląd Prawa Handlowego 2008/6.
- Oplustil K.**, *Wkłady niepieniężne w prawie europejskim i polskim – zdolność aportowa, zabezpieczenie należytej wyceny, ukryte aporty*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005.
- Postrach K.**, *Problemy nadzoru w spółkach z dominującym inwestorem*, [w:] Rudolf S. (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2000.
- Postrach K.**, *Rola niezależnych członków rad nadzorczych w sprawowaniu nadzoru korporacyjnego w spółkach giełdowych w Polsce*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG 2009/1: *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*.
- Radwan A.**, *Sens i nonsens kapitału zakładowego – przyczynek do ekonomicznej analizy ustawowej ochrony wierzycieli spółek kapitałowych*, [w:] Cejmer M., Napierała J., Sójka T. (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. II: *Instytucje prawne dyrektywy kapitałowej*, Kantor Wyd. Zakamycze, Kraków 2005.

Strony internetowe:

Report of the High Level Group of company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, November 2002. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf; stan na dzień 20.12.2013 r.

Krzysztof POSTRACH

THE PROBLEMS OF HIDDEN CONTRIBUTIONS IN KIND IN PUBLIC COMPANIES

(Summary)

Transactions with himself are among the typical behaviors of a controlling shareholder who abuses his position in a public company. The article discusses hidden contributions in kind, which are the result of this type of behavior. It has been determined in which hidden contributions in kind differ from properly made contributions and what are the negative consequences of the former. The discussion includes the legal aspects of this phenomenon. Some cases of circumventing the contribution-in-kind regulations are described. Based on one of those cases, the issue of the suitability of the share capital as an institution designed to protect creditors is addressed. Consideration is given to the difficulties occurring in practice in combating the hidden contributions in kind.

Keywords: contribution in kind, hidden contribution in kind, contribution in-kind valuation, share capital

Stanisław RUDOLF*

MIEJSCE I ROLA INTERESARIUSZY PRACOWNICZYCH W CORPORATE GOVERNANCE

Słowa kluczowe: partycypacja pracownicza, robotniczy dyrektorzy, nadzór korporacyjny, teoria interesariuszy

1. Wstęp

Duży wpływ na toczącą się debatę na temat poszerzania udziału pracowników w *corporate governance*, a następnie na rzeczywiste poszerzenie takiego udziału miała teoria interesariuszy (*stakeholders theory*). Zakłada ona, że celem organizacji jest osiągnięcie równowagi pomiędzy sprzecznymi czy konfliktowymi celami, reprezentowanymi przez poszczególne grupy interesów związane z działalnością organizacji¹. W myśl tej teorii, przy podejmowaniu kluczowych decyzji dla organizacji, menedżerowie powinni kierować się nie tylko celami swojej organizacji, ale także celami jej interesariuszy.

W literaturze dominuje szerokie rozumienie pojęcia interesariuszy. Jego treść dobrze oddaje określenie E.R. Freeman'a, którego zdaniem „interesariusz to każda grupa lub jednostka, która może wpływać na organizację, lub podlega wpływowi organizacji, w procesie realizacji jej celów”². Taka definicja interesariuszy pokazuje, że wykraczają oni znacznie poza środowisko przedsiębiorstwa. Główne grupy interesariuszy przedstawiono na rys. 1. i są to m.in.: dostawcy, odbiorcy, inwestorzy, kredytodawcy, pracownicy, ale również społeczność lokalna, samorząd gospodarczy czy władze publiczne i grupy

* Prof. dr hab., Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, Uniwersytet Łódzki; e-mail: rudolfs@uni.lodz.pl

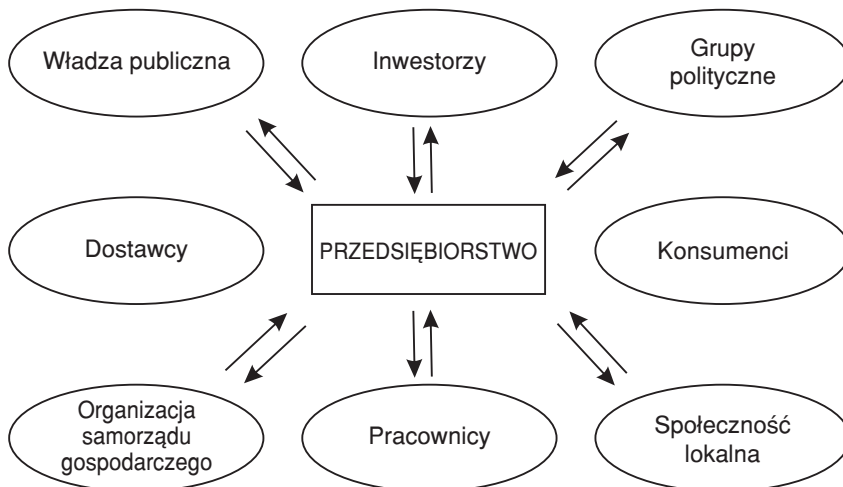
¹ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 47.

² E.R. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston 1984, s. 46.

polityczne. Grupy te posiadają różne, często sprzeczne interesy, posiadają własne cele, które starają się realizować.

Nadzór korporacyjny w teorii interesariuszy jest pojmowany znacznie szerzej niż w teorii agencji. W tej ostatniej, agenci powinni realizować przede wszystkim interesy pryncypała, a więc akcjonariuszy przedsiębiorstwa. Zgodnie z teorią interesariuszy natomiast, menedżerowie (agenci) powinni brać pod uwagę cele wszystkich grup interesów związanych z przedsiębiorstwem, a więc również takich jak pracownicy, dostawcy, odbiorcy, władze państwowe, samorządowe itp. Nie jest to zadanie łatwe, stąd menedżerowie muszą na bieżąco rozwiązywać wiele trudnych, związanych z tym problemów. Poszerzenie odpowiedzialności menedżerów za realizację interesów interesariuszy nie musi oznaczać ograniczenia realizacji interesów akcjonariuszy. Rezultat może być nawet odwrotny, bowiem satysfakcja kluczowych interesariuszy może wpłynąć na poprawę rezultatów ekonomicznych przedsiębiorstwa, a więc i wzrost ceny jego akcji³.

RYSUNEK 1: Model interesariuszy przedsiębiorstwa



Źródło: T. Donaldson, L.E. Preston, *The stakeholder theory of the Corporation – Concepts, evidence and implications*, *Academy of Management Review* 1995/20, s. 68.

³ Por. J.M. Bryson, *What to do when stakeholders matters: Stakeholder identification and analysis techniques*, *Public Management Review* 2004/6/1.

Rosnąca popularność teorii interesariuszy przyniosła ożywioną dyskusję nt. szerszego ich udziału w *corporate governance*. Szczególnie dotyczy to tzw. interesariuszy pracowniczych, czyli różnego rodzaju przedstawicielstw pracowniczych, których udział w podejmowaniu strategicznych decyzji w przedsiębiorstwie kształtuje się na różnym poziomie w poszczególnych krajach. Wymienić tu można takich m.in. interesariuszy jak: związki zawodowe, rady zakładowe, tzw. robotniczych dyrektorów, komitety negocjacyjne i wiele innych.

Opracowanie ma na celu dostarczenie argumentów, przemawiających za celowością poszerzenia udziału pracowników w *corporate governance*. Argumenty te formułować będziemy w oparciu o doświadczenia takich krajów jak Holandia, Wielka Brytania oraz USA. W opracowaniu posługiwać się będziemy angielskim terminem *corporate governance*, nie zaś polskim – nadzór korporacyjny. Rozwiązanie takie przyjęto dlatego, że w literaturze anglojęzycznej termin *corporate governance* posiada znacznie szerszy zakres niż jego polski odpowiednik. Taka jego pojemność w lepszym stopniu uwzględnia wpływ interesariuszy pracowniczych.

2. Doświadczenia holenderskie

Wpływ teorii interesariuszy na szerokie rozumienie koncepcji nadzoru korporacyjnego zauważyć można m.in. w Holandii. Można tam zaobserwować ożywioną dyskusję na temat pozycji pracowników i ich przedstawicieli w *corporate governance*. W okresie ostatnich kilku lat stopniowo umacniała się tam pozycja ekonomii interesariuszy, ekonomii w której reprezentowane były wpływy i interesy wszystkich interesariuszy, a więc: zarządu, rady nadzorczej, akcjonariuszy, kredytodawców, dostawców, klientów, mieszkańców, ale także pracowników i ich związków zawodowych, rady zakładowej itp.

Wiele argumentów przemawiających za modelem nadzoru korporacyjnego interesariuszy wymienia R. Goodijk. W większości mają one związek z następującymi zasadami dobrego rządzenia⁴:

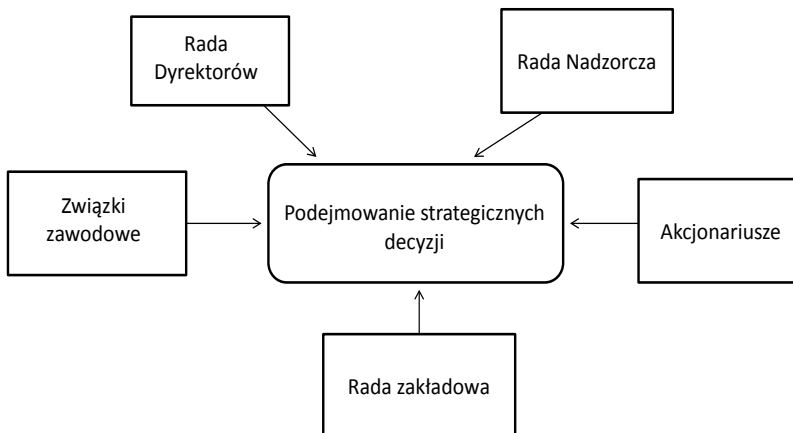
– podejmowanie decyzji na zasadach konsultacji, co prowadzi do podniesienia ich jakości;

⁴ R. Goodijk, *Corporate governance and Workers' Participation in the Netherlands*, Utrecht University, Utrecht 2001, s. 25.

- otwarte i odpowiedzialne prowadzenie interesów;
- równowaga sił i konkurencja pomysłów;
- otwarty dialog i ciągłe sprzężenie zwrotne;
- kreatywna adaptacyjność i elastyczność;
- krótko- i długookresowa orientacja na rozwiązywanie problemów;
- trwale zaangażowanie w problemy przedsiębiorstwa;
- wspólna odpowiedzialność;
- legitymizacja społeczna;
- wizje i wartości oparte na debacie.

Zasady te wskazują na potrzebę szerokiego angażowania interesariuszy w problemy przedsiębiorstwa. Prezentowany na rys. 2, model podejmowania strategicznych decyzji uwzględnia interesy i możliwy wkład wszystkich istotnych interesariuszy w podejmowaniu strategicznych decyzji na poziomie korporacji. W modelu tym definiujemy strategiczne podejmowanie decyzji jako stały i cykliczny proces: analizy zewnętrznych i wewnętrznych czynników, istotnych dla podejmowanych decyzji, proces dokonywania strategicznych wyborów, nakreślenia polityki planowania, wdrażania, testowania i, jeśli potrzeba, weryfikacji planu. Interesariusze muszą mieć możliwość partycypacji w podejmowaniu decyzji, z uwzględnieniem własnej pozycji oraz na własną odpowiedzialność.

RYSUNEK 2: *Udział przedstawicieli zarządu w podejmowaniu strategicznych decyzji*



Źródło: R. Goodijk, *Corporate governance...*, s. 26.

Przedstawionych na rys. 2 interesariuszy charakteryzuje znaczne zróżnicowanie jeśli chodzi o ich pozycję, ich otwartość czy partnerstwo. Zdecydowanie najsilniejszą pozycję posiada rada dyrektorów (zarząd spółki), która zwykle stara się utrzymywać pewien dystans w stosunku do pozostałych interesariuszy. Rada nadzorcza jest często zbyt pasywna i powiązana z zarządem na zasadach nieformalnych porozumień. Akcjonariusze próbują, na ogół bez powodzenia, zwiększać swój udział w zarządzaniu firmą. W najgorszej sytuacji znajdują się pracownicy, którym, jak dotychczas, nie udało się uzyskać odpowiedniej pozycji w spółce. Występują więc duże dysproporcje w zakresie sprawowanej tam władzy. Stąd w toczącej się dyskusji postuluje się wzmocnienie partycypacji pracowniczej (realizowanej głównie przez związki zawodowe i rady zakładowe). Warunkiem jest tu jednak odpowiednie przygotowanie przedstawicieli załogi, którzy w sposób profesjonalny powinni uczestniczyć w procesie podejmowania decyzji.

Zdaniem R. Goodijka wzrost pozycji przedstawicieli załogi w *corporate governance* można osiągnąć poprzez⁵:

1. **Poprawę pozycji rady zakładowej w tzw. „trójkącie władzy”**, a więc w stosunku do zarządu oraz rady nadzorczej. Może do tego prowadzić podniesienie jakości konsultacji między radą zakładową i zarządem, nie tylko w sprawach bieżących, ale również strategicznych. Ważną rolę mogą tu odegrać okresowe trójstronne konsultacje między radą zakładową, zarządem spółki oraz radą nadzorczą. Pozwolą one na bieżące dostarczanie informacji i rzeczywisty wpływ na strategię rozwoju spółki.
2. **Poprawę współpracy między radą zakładową i związkami zawodowymi**. Podejmowanie wspólnych działań może w istotny sposób wpłynąć na pozycję przedstawicieli załogi w nadzorze korporacyjnym i przynieść określone korzyści dla obu partnerów. Obecnie, relacje między nimi nie są najlepsze i zdarza się, że instytucje te konkurują między sobą o możliwość prowadzenia z kierownictwem negocjacji, dotyczących warunków pracy oraz zatrudnienia. Tocząca się dyskusja pokazuje, że tradycyjny podział zakresu obowiązków między związkami i radą powinien doczekać się przewartościowania. Obecnie, rada zakładowa koncentruje się na wywieraniu wpływu na różnych etapach procesu podejmowania decyzji, poprzez zgłaszanie propozycji czy doradztwo dla zarządu, podczas gdy

⁵ *Ibidem*, s. 27–29.

związki zawodowe posiadają ważne zadania dotyczące warunków pracy i zatrudnienia.

3. **Kształtowanie partycypacyjnego przedsiębiorstwa.** Ostatnie lata przyniosły wzrost zainteresowania różnymi formami tzw. partycypacji bezpośredniej. Stają się one ważnym instrumentem zarządzania, umożliwiającym kierownictwu angażowanie pracowników w problemy przedsiębiorstwa. Partycypacja bezpośrednia nie wnosi co prawda niczego do strategicznych decyzji na poziomie spółki, ale może stanowić ważną przesłankę do wzmocnienia pozycji pracowników w miejscu pracy, a w konsekwencji do zwiększenia wpływu ich przedstawicieli na podejmowanie strategicznych decyzji. Wynika z tego, że formy partycypacji bezpośredniej i pośredniej powinny się wzajemnie uzupełniać.

Różne względy decydują o zakresie wpływu interesariuszy na strategiczne decyzje, na każdym etapie procesu ich podejmowania. Rzeczywisty wpływ na strategię spółki i ich pozycja w *corporate governance* zależy w zasadniczym stopniu od samych interesariuszy, od ich aktywności i zaangażowania w problemy przedsiębiorstwa. Istotę tego oddaje następujące stwierdzenie: „nie czekaj pasywnie, ale działaj aktywnie”⁶. Badania holenderskie pokazują, że wpływ rady zakładowej na strategiczne decyzje jest większy, jeśli rada konsultuje pojawiające się problemy na wstępnym ich etapie i aktywnie angażuje się w proces podejmowania takich decyzji⁷.

Zgodnie z obowiązującym prawem, zarówno w Holandii, jak i w innych krajach, zarząd bierze na siebie odpowiedzialność za efekty działalności firmy. Ale zarząd może informować radę nadzorczą i pozostałych interesariuszy o pojawiających się problemach już na wstępnym etapie ich występowania. Może również angażować ich w te problemy, czy prosić o wyrażenie zgody na podjęcie określonych działań dla ich rozwiązania. Do zarządu należy oczywiście badanie rynku, wychodzenie z inicjatywą i kreślenie planów. Ale zarząd może przygotowywać czy rozwijać strategię korporacji w bliskiej współpracy z innymi interesariuszami. Może ją konsultować z radą zakładową czy negocjować ze związkami zawodowymi i innymi interesariuszami.

⁶ *Ibidem*, s. 26.

⁷ **J.C. Looise, F.G.M. de Lange**, *Works councils, managers and decision-making*, ITS Nijmegen 1997.

3. Doświadczenia brytyjskie

Doświadczenia brytyjskie w zakresie udziału przedstawicieli załogi w *corporate governance* mają związek z *Employee Share Ownership Plan* (ESOP). Jest to rodzaj spółki pracowniczej, która charakteryzuje się tym, że udziały w firmie są wykupywane przez trust i rozprowadzane wśród pracowników, najczęściej bez ponoszenia żadnych kosztów przez tych ostatnich. Rozwiązania takie pojawiły się w Wielkiej Brytanii w drugiej połowie lat 80. XX wieku, na wzór szeroko wykorzystywanych tego rodzaju rozwiązań w USA⁸. Szacuje się, że w 1994 roku w Wielkiej Brytanii było od 50 do 100 ESOPs. Najwięcej powstało ich w przemyśle autobusowym, który w tym czasie podlegał prywatyzacji. Pracownicy woleli ten rodzaj prywatyzacji niż formę wykupu menedżerskiego, bowiem przynosiła im ona swego rodzaju uwłaszczenie. Można zauważyć, że ESOPs rozwijały się szybciej niż inne firmy z własnością pracowniczą, prawdopodobnie ze względu na większy w nich udział pracowników w *corporate governance*.

Niżej przedstawimy rezultaty badań A. Pendletona i jego zespołu, dotyczące natury i mechanizmów partycypacji pracowniczej w firmach ESOPs⁹. Autorzy próbowali ustalić, czy partycypacja pracownicza w angielskich ESOPs kształtuje się na tych samych zasadach co w innych firmach. Czy prowadzi do indywidualnego angażowania się pracowników, jak to miało miejsce z innymi programami własności pracowniczej? Czy pracownicy tych firm mają możliwość udziału w decyzjach finansowych i strategicznych? Badania prze-

⁸ W USA tego rodzaju spółki posiadają długoletnią tradycję. Szacuje się, że istnieje tam ponad 10 tys. firm, zatrudniających około 11 mln pracowników. W 1/3 tych firm pracownicy posiadają większość akcji bądź udziałów, ale tylko w niewielu z nich istnieją rzeczywiste formy demokracji. Tylko w niewielu przedsiębiorstwach, zwykle z większościowym kapitałem pracowników, występują przedstawicielskie formy partycypacji pracowniczej, wywierające wpływ na strategiczne decyzje. Partycypacja ma więc charakter pośredni i obejmuje przedstawicieli pracowników w radach dyrektorów w nieco więcej niż połowie przypadków. Wiele tu zależy od osób, które inicjowały powstawanie ESOPs. Jeśli inicjatorem były związki zawodowe bądź pracownicy, to formy takie występowały znacznie częściej, niż gdy inicjatorem było kierownictwo. Zob. **J. Blasi, D. Kruse**, *The New Owners: The Mass Emergence of Employee Ownership in Public Companies and What It Means to American Business*, Harper Business, New York 1991.

⁹ **A. Pendleton, J. McDonald, A. Robinson, N. Wilson**, *Employee Participation and Corporate Governance in Employee-Owned Firms*, *Work, Employment & Society* 1996/205/10.

prowadzono w zakładach autobusowych, głównie ze względu na dużą ilość ESOPs w tym przemyśle.

W badaniach porównano 14 ESOPs w przemyśle autobusowym oraz 52 firmy konwencjonalne, w większości prywatne. Głównym źródłem informacji były badania ilościowe, uzupełnione badaniami jakościowymi, prowadzonymi w formie wywiadów, w ramach studium przypadków. Interesowano się głównie instytucjonalnymi formami partycypacji. W pierwszym etapie próbowano zidentyfikować te formy zarówno w ESOPs, jak i w firmach konwencjonalnych oraz zbadać, kto jest w nich zaangażowany. Pozwoliło to określić, czy partycypacja nakierowana jest na codzienne decyzje w miejscu pracy, czy na podejmowanie decyzji strategicznych. Próbowano również ustalić, czy mechanizmy partycypacji mają charakter bezpośredni, czy pośredni. W tab. 1 zestawiono instytucjonalne formy partycypacji pracowniczej w ESOPs oraz w firmach tradycyjnych w przemyśle autobusowym.

TABELA 1: *Formy partycypacji pracowniczej w firmach tradycyjnych oraz pracowniczych*

Formy partycypacji pracowniczej	Firmy tradycyjne (%) (N = 52)	Firmy z własnością pracowniczą (%) (N = 14)
Komitety negocjacyjne	92	100
Wspólne komitety konsultacyjne bądź rady zakładowe	80	100
Robotniczy dyrektorzy	25	79
Briefingi	31	36
Koła jakości	6	7
Programy zgłaszania pomysłów	42	57
Kompleksowe zarządzanie jakością (TQM)	7	42

Źródło: A. Pendleton, J. McDonald, A. Robinson, N. Wilson, *Employee participation and corporate governance in employee-owned firms*, Work, Employment and Society 1996/10/2, s. 214.

Z tabeli wynika, że oba rodzaje firm wykorzystują podobne formy partycypacji, z dwoma istotnymi wyjątkami. Praktycznie wszędzie znajdowały się instytucje mające na celu negocjowanie płac i warunków pracy. Większość firm w obu kategoriach posiada także wspólne komitety konsultacyjne czy rady zakładowe. Zgromadzone informacje sugerują, że istota systemu partycypacji

pośredniej opiera się przede wszystkim na ustalaniu wysokości wynagrodzeń, warunków zatrudnienia i innych aspektach zarządzania pracą. W obu rodzajach badanych firm formy reprezentacji pracowników były zdeterminowane przez tradycyjne instytucje stosunków przemysłowych, tzn. związki zawodowe. Średnie uzwiązkowienie w obu rodzajach firm przekraczało 80%. Utworzenie ESOPs nie zmieniło wiele, jeśli chodzi o dominującą rolę związków zawodowych jako formy partycypacji.

Jedną ze wspomnianych różnic dotyczy poziomu wykorzystywania kompleksowego zarządzania jakością (TQM). Znacznie częściej system ten występuje w ESOPs i został tam wprowadzony po ich utworzeniu. W większości są to tzw. systemy twarde, z dokładnym przestrzeganiem procedur, z minimalizacją defektów itp. Badania wskazują jednocześnie na bardzo ograniczony rozwój tzw. bezpośrednich form partycypacji po utworzeniu firm pracowniczych.

Drugą istotną różnicą jest fakt posiadania przez ESOPs znacznie większej liczby robotniczych dyrektorów w radzie dyrektorów niż w firmach tradycyjnych. Aż 11 z 14 ESOPs posiadało robotniczych dyrektorów. Tylko 4 z nich posiadały robotniczych dyrektorów przed zmianą struktury własności (podobnie jak w firmach konwencjonalnych). Tam gdzie wcześniej byli robotniczy dyrektorzy, ich liczba wzrosła. W 7 ESOPs wprowadzono robotniczych dyrektorów po zmianie struktury własności, wszędzie również proporcje między robotniczymi dyrektorami i pozostałymi dyrektorami były wyższe niż w firmach konwencjonalnych. Najniższy udział robotniczych dyrektorów w ESOPs wynosił 33%, podczas gdy w firmach konwencjonalnych – 10%. Tylko w jednym ESOP robotniczy dyrektorzy stanowili większość. Warto zauważyć, że brytyjskie ustawodawstwo dotyczące ESOPs przewiduje, że przy decyzjach inwestycyjnych rada dyrektorów może podjąć decyzje jedynie po uzyskaniu zgody przynajmniej 50% robotniczych dyrektorów obecnych w radzie. Takich przywilejów nie mają robotniczy dyrektorzy w firmach konwencjonalnych.

Należy podkreślić, że dla pracowników ESOPs udział w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy nie miał większego znaczenia, bowiem olbrzymia większość akcji należy do trustu. W tej sytuacji ważny jest skład władz trustu. W 8 na 11 ESOPs pracownicy stanowili większość we władzach trustu. W 7 z nich przedstawiciele do trustu wybierali wszyscy pracownicy, podczas gdy w 4 wyboru dokonywały związki zawodowe. W ESOPs funkcjonowały typowe dla nich rady współpracy bądź komitety akcjonariuszy, wybierane bezpośrednio przez pracowników-akcjonariuszy.

W badaniach próbowano również ustalić udział przedstawicieli załogi w wybranych decyzjach (w skali od 1 do 4), w firmach konwencjonalnych oraz w ESOPs. Udział taki przedstawiono w tab. 2.

TABELA 2: Zakres udziału pracowników w wybranych rodzajach decyzji (1 – niski udział, 4 – wysoki udział)

Rodzaj decyzji	Firmy tradycyjne	ESOPs
Warunki pracy	2,7	3,2
Poziom zatrudnienia	1,7	2,3
Godziny pracy	3,2	3,4
Zwolnienia	2,6	3,3
Stawka płac	3,6	3,9
Przydział nadgodzin	2,0	1,7
Bezpieczeństwo i higiena pracy	2,8	3,2
Rekrutacja pracowników	1,3	1,9
Inwestycje	1,1	1,7
Produkt oraz marketing	1,3	2,0
Wprowadzanie nowych technologii	1,8	2,2
Wprowadzanie nowych metod pracy	2,9	3,4
Treningi	1,8	2,1
Wybór kierownictwa	1,0	2,0

Źródło: A. Pendleton, J. McDonald, A. Robinson, N. Wilson, *Employee...*, s. 217.

Z danych w tabeli wynika, że w olbrzymiej większości analizowanych decyzji nie ma większych różnic między firmami tradycyjnymi i ESOPs, jeśli chodzi o zakres udziału pracowników w podejmowaniu decyzji. Należy jednocześnie zauważyć, że praktycznie wszędzie udział ten był nieco wyższy w firmach pracowniczych. Większe różnice wystąpiły jedynie w 3 przypadkach, gdzie zakres partycypacji pracowniczej był wyraźnie większy w spółkach z własnością pracowniczą. Dotyczy to decyzji inwestycyjnych (1,7 do 1,1), decyzji dotyczących produkcji i marketingu (2,0 do 1,3) oraz wyboru kierownictwa (2,0 do 1,0).

Badania pokazują również, że zakres informacji przekazywanych związkom zawodowym, dotyczących wydajności pracy, kosztów pracy, wielkości sprzedaży czy finansów firmy, był zdecydowanie większy w firmach pracowniczych niż w tradycyjnych (2–3 razy większy). Nie odnotowano natomiast znacznie większych różnic w przekazywaniu informacji pracownikom w obu rodzajach firm. Wykazany w badaniach wpływ ESOPs na rozwój pośrednich

form partycypacji potwierdziły także inne badania. Sporym zaskoczeniem dla badaczy był bardzo słaby rozwój bezpośrednich form partycypacji. Dzieje się tak prawdopodobnie dlatego, że poszczególni kierownicy niechętnie rezygnują z podejmowania decyzji na rzecz szeregowych pracowników.

Podsumowując, można stwierdzić, że tworzenie spółek pracowniczych typu ESOPs przynosi poszerzenie udziału interesariuszy pracowniczych w *corporate governance*. Przede wszystkim rośnie liczba robotniczych dyrektorów w tych spółkach, co ma bezpośrednie przełożenie na ich wpływ na podejmowanie strategicznych decyzji. W spółkach tych obserwujemy również wzmocnienie pozycji związków zawodowych, o czym świadczy wysoki stopień zorganizowania pracowników, szeroki zakres przekazywanych im informacji itp.

4. Doświadczenia amerykańskie

Dyskusja nt. poszerzenia udziału interesariuszy w *corporate governance* toczy się również w USA. Zdaniem autorów¹⁰, dla zapewnienia korporacjom amerykańskim zrównoważonego rozwoju, konieczne jest włączenie interesariuszy w proces podejmowania decyzji. Jedną z najważniejszych grup interesariuszy są pracownicy korporacji, z jednej strony dlatego, że partycypacja w decyzjach stanowi źródło ich zadowolenia i satysfakcji, z drugiej zaś, że bardziej im zależy na sukcesie korporacji niż akcjonariuszom. Prawo spółek nie stwarza jednak żadnych możliwości dla włączania pracowników w proces podejmowania decyzji.

B.H. McDonnell, proponuje wiele strategii, prowadzących do szerszego uwzględnienia interesów pracowniczych w *corporate governance*. Niżej przedstawiono niektóre z nich¹¹:

- wykorzystywanie innych niż prawo korporacyjne możliwości zwiększenia indywidualnych praw pracowników;
- zachęcanie kierownictwa lub dyrektorów do wspierania interesów pracowniczych (mając nadzieję, że bardziej im zależy na pracownikach niż na innych interesariuszach);

¹⁰ **J.G. Hill**, *Corporate Governance and the Role of the Employee, Partnership at WORK: Challenge of Employee Democracy*, Labour Law Essays 2003/110.

¹¹ **H. McDonnell**, *Strategies for an Employee Role in Corporate Governance*, The Wake Forest Law Review September 2011.

- zachęcanie akcjonariuszy do wspierania interesów pracowniczych (mając nadzieję, że pracownicy zgadzają się z akcjonariuszami co do konieczności kontroli kierownictwa);
- wspieranie związków zawodowych dla wzmocnienia ich pozycji w korporacji;
- bezpośrednie wspieranie pracowników poprzez ich reprezentantów w radach dyrektorów, radach zakładowych; poprzez niewiążące głosowania w wybranych sprawach, zasięgnięcie ich opinii itp.;
- wspieranie zmian w kulturze korporacyjnej, które wzmacniają pozycję pracowników.

Amerykańskie prawo korporacyjne ogranicza się w zasadzie do trzech podstawowych partnerów: akcjonariuszy, dyrektorów oraz kierownictwa. Walka o władzę w amerykańskich korporacjach toczy się głównie między akcjonariuszami i menedżerami (dyrektorami i kierownictwem). Jest to walka między uprawnieniami, jakie posiadają akcjonariusze spółek publicznych, a uprawnieniami jakie chcieliby posiadać¹². Inaczej niż w krajach Europy Zachodniej, pracownicy nie odgrywają tam praktycznie żadnej roli. Budzi to sprzeciw autorów, którzy coraz częściej widzą potrzebę poszerzenia udziału pracowników w *corporate governance*.

Dla zwrócenia większej uwagi na interesy pracowników w tradycyjnym systemie *corporate governance*, B.H. McDonnell proponuje pozyskanie jednej czy dwóch z wymienionych wyżej grup dla interesów pracowniczych¹³. Część autorów, przychylnie nastawionych do interesów pracowniczych, argumentuje raczej za kierownictwem i dyrektorami korporacji niż za akcjonariuszami. Wyrażają oni nadzieję, że menedżerowie, którzy mimo wszystko są podobnymi pracownikami, wybiorą pracowników, z którymi pracują, zamiast akcjonariuszy, których interesy są dla nich bardziej abstrakcyjne i odległe¹⁴.

Część autorów¹⁵ twierdzi jednak, że interesy pracowników są bliższe interesom akcjonariuszy niż menedżerów. Dzieje się tak dlatego, że obie grupy mogą stracić, jeśli menedżerowie okażą się niewiarygodni. Za bliskością

¹² Por. S.M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, UCLA Law Review 2006/53/6–7, s. 601–636.

¹³ H. McDonnell, *Strategies...*

¹⁴ M.M. Blair, L.A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, Virginia Law Review 1999/85/2, s. 247–328.

¹⁵ Por. W.H. Simon, *The Prospects of Pension Fund Socialism*. Berkeley Journal of Employment and Labor Law 1993/14, s. 252.

interesów akcjonariuszy i menedżerów przemawia dodatkowo fakt, że większość znaczących akcjonariuszy instytucjonalnych to związki zawodowe oraz publiczne fundusze inwestycyjne.

Historycznie, związki zawodowe służyły artykulacji poglądów pracowniczych w dużej liczbie przedsiębiorstw. W ostatnich latach rola związków zawodowych w USA wyraźnie spadła¹⁶. Ciągłe jednak miliony pracowników należą do związków. Do zwiększenia zakresu członkostwa, jak i poszerzenia obszaru działalności związków może przyczynić się reforma prawa pracy. Może ona zachęcić związki do zajmowania się nie tylko problemami płac czy innymi korzyściami dla pracowników, ale zwiększyć również ich udział w decyzjach.

Pewien wpływ na angażowanie się pracowników w problemy przedsiębiorstwa może wywierać również kultura korporacyjna. Zwykle jest to możliwe bez konieczności zmiany istniejącego prawa. Należy raczej dążyć do wspierania zmian w wybranych firmach – poprzez zmiany postaw menedżerów – i następnie ich upowszechniania w innych firmach. Wskazać można wiele publikacji z zakresu zarządzania, pokazujących, że kultura korporacyjna, w której pracownicy są angażowani w rozwiązywanie problemów przedsiębiorstwa, przynosi wiele korzyści tak dla firm, jak i dla nich samych.

Prezentowane wyżej strategie poszerzenia udziału pracowników w *corporate governance*, a także rosnąca liczba publikacji poświęconych tej problematyce, stanowią odzwierciedlenie toczącej się w USA na ten temat dyskusji. Coraz więcej autorów, ale również menedżerów amerykańskich, dostrzega korzyści, jakie przynieść może korporacji angażowanie pracowników w proces podejmowania decyzji na różnych jego poziomach, łącznie z poziomem najwyższym. Trudno jednak oczekiwać spektakularnych zmian w tym zakresie. Jeśli już takie nastąpią, to przebiegać będą bardzo wolno.

5. Zakończenie

Potrzeba wzrostu udziału pracowników w *corporate governance* dostrzegana jest również w wielu innych krajach. Dotyczy to m.in. Francji, gdzie autorzy próbują odpowiedzieć na pytanie: czy pracownicy powinni posiadać możliwość kontroli firmy, w której pracują? Problem ten nie jest nowy, ale nabrał ostatnio znaczenia w związku z pojawiającymi się żądaniem równych

¹⁶ Stopień zorganizowania pracowników w związkach zawodowych w USA od dłuższego czasu systematycznie maleje. Jeśli na początku lat 60. XX w. wynosił blisko 30%, to w 2003 r. kształtował się zaledwie na poziomie 11,5%. Zob. **H. McDonnel**, *Strategies...*

praw dla przedstawicieli pracowników w *corporate governance*. Podejmowane tam badania mają ustalić, czy własność pracownicza bądź reprezentacja pracownicza w radzie prowadzi do wzrostu wartości firmy oraz wydajności¹⁷.

Wzrost udziału pracowników w *corporate governance* zaobserwować można nie tylko w Europie i USA, ale również na innych kontynentach. Obserwujemy go również w Azji, gdzie konkurencja międzynarodowa wymusza wzrost efektywności firm. Wykorzystują one m.in. doświadczenia europejskie do motywowania pracowników, poprzez zwiększanie ich udziału w podejmowaniu decyzji. Najbardziej popularnym rozwiązaniem są tam rady zakładowe, ale w ostatnich latach rośnie znaczenie własności pracowniczej i innych form partycypacji¹⁸. Dodajmy jeszcze, że autorzy analizują udział pracowników w *corporate governance* z różnych pozycji, w tym również z pozycji etycznych¹⁹.

Powyższe rozważania prowadzą do wniosku, że poszerzanie udziału pracowników w *corporate governance* odbywa się zarówno w krajach, w których udział taki jest już znaczny (jest często zagwarantowany w aktach prawnych), jak i w krajach, gdzie jest on bardzo ograniczony bądź nie występuje w ogóle. Wskazywać to może na wspólne inspiracje dla realizacji tego rodzaju zmian. Ostatnie lata pokazały, że ze względu na rosnącą konkurencję, jak i ze względu na rosnącą wagę kapitału ludzkiego, udział pracowników w podejmowaniu strategicznych decyzji powinien być zdecydowanie szerszy. Firmy muszą zagwarantować pracownikom odpowiednie miejsce w procesie zarządzania, jeśli chcą przetrwać w konkurencyjnym otoczeniu.

Bibliografia

Opracowania:

- Bainbridge S.M.**, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, *UCLA Law Review* 2006/53/6–7.
- Blair M.M., Stout L.A.**, *A Team Production Theory of Corporate Law*, *Virginia Law Review* 1999/85/2.

¹⁷ **E. Ginglinger, W. Magginson, T. Waxim**, *Employee Ownership, Board Representation, and corporate financial Policy*, *Journal of Corporate Finance* 2011/17, s. 868–887.

¹⁸ Por. **Sang-Woo-Nam**, *Employees In Asian Enterprises: Their Potential Role in Corporate Governance*, Asian Development Bank Institute, Tokyo 2013.

¹⁹ **M.L.P. Lower**, *Employee participation in corporate governance: an ethical analysis*, http://works.bepress.com/michael_lower/5; stan na dzień 10.12.2013 r.

- Blasi J., Kruse D.**, *The New Owners: The Mass Emergence of Employee Ownership in Public Companies and What It Means to American Business*, Harper Business, New York 1991.
- Bryson J.M.**, *What to do when stakeholders matters: Stakeholder identification and analysis techniques*, Public Management Review 2004/6/1.
- Freeman E.R.**, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston 1984.
- Ginglinger E., Maggins W., Waxim T.**, *Employee Ownership, Board Representation, and corporate financial Policy*, Journal of Corporate Finance 2011/17.
- Goodijk R.**, *Corporate governance and Workers' Participation in the Netherlands*, Utrecht University, Utrecht 2001.
- Hill J.G.**, *Corporate Governance and the Role of the Employee, Partnership at WORK: Challenge of Employee Democracy*, Labour Law Essays 2003/110.
- Loise J.C., Lange F.G.M. de**, *Works councils, managers and decision-making*, ITS Nijmegen 1997.
- McDonnel H.**, *Strategies for an Employee Role in Corporate Governance*, The Wake Forest Law Review September 2011.
- Pendleton A., McDonald J., Robinson A., Wilson N.**, *Employee Participation and Corporate Governance in Employee-Owned Firms*, Work, Employment & Society 1996/205/10.
- Sang-Woo-Nam**, *Employees In Asian Enterprises: Their Potential Role in Corporate Governance*, Asian Development Bank Institute, Tokyo 2013.
- Simon W.H.**, *The Prospects of Pension Fund Socialism*, Berkeley Journal of Employment and Labor Law 1993/14.
- Urbanek P.**, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. UŁ, Łódź 2005.

Strony internetowe:

- Lower M.L.P.**, *Employee participation in corporate governance: an ethical analysis*, http://works.bepress.com/michael_lower/5; stan na dzień 12.01.2014 r.

Stanisław RUDOLF

THE PLACE AND ROLE OF EMPLOYEE STAKEHOLDERS IN CORPORATE GOVERNANCE

(Summary)

In recent years, authors draw attention to the need to expand the participation of employees in corporate governance. This discussion takes place not only in Europe and North America, but also in other continents. Such share is forced by the growing competition which requires new ways to motivate employees. This paper presents arguments and research results which justify the participation of employees in corporate governance. Mainly Dutch, British, and American experience was used in the study.

Keywords: workers participation, labour directors, corporate governance, stakeholders theory

Artur SAJNÓG*

ANALIZA KOMPARATYWNA WARTOŚCI DOCHODU CAŁKOWITEGO I ZYSKU NETTO W PERSPEKTYWIE *CORPORATE GOVERNANCE*

Słowa kluczowe: dochód całkowity, wynik finansowy, nadzór korporacyjny, spółki z indeksu WIG-20

1. Wstęp

Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie wyników badań empirycznych nad różnicami informacji zawartej w sprawozdawczości finansowej giełdowych spółek kapitałowych i odnoszącej się do prezentowanego przez nie w ujęciu kwartalnym dochodu całkowitego oraz zysku netto. Te dwie kategorie finansowe uznane są zarówno przez zarządzających, jak i inwestorów za podstawowe mierniki oceny działania przedsiębiorstwa. Nadto, w perspektywie szacowania przyszłych korzyści przez interesariuszy, pełnią one ważną podstawę odniesienia dla ustalenia wartości odchylenia między wartością wewnętrzną a wartością rynkową przedsiębiorstwa i tym samym wpływają na wybór określonych strategii finansowych. Same przedsiębiorstwa są również zaangażowane w zarządzanie dochodem całkowitym i zyskiem, w którym odzwierciedlają się nie tylko cele zarządzających, lecz także zachowania inwestorów na nieefektywnych rynkach kapitałowych.

Realizacji celu opracowania sprzyjać powinna weryfikacja empiryczna podstawowej hipotezy badawczej, stanowiącej, iż kwartalne zmiany wartości całkowitych dochodów netto spółek giełdowych wykazują większą zmienność aniżeli kwartalne zmiany wartości tradycyjnego wyniku finansowego netto.

* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Uniwersytet Łódzki; e-mail: artursajnog@interia.pl

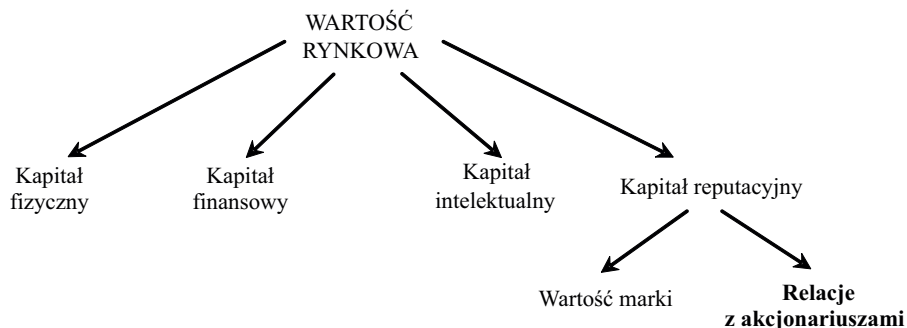
Stawiając następujące pytanie badawcze: czy różnica ta wynika z różnorodności i niejednorodności składników zawartych w sprawozdaniach finansowych?, mamy możliwość wykazania określonej polityki informacyjnej spółki publicznej, wzrostu asymetrii informacji czy nieefektywności informacyjnej rynku giełdowego, a tym samym pojawienia się znaczącej trudności wyboru właściwej podstawy referencyjnej dla podjęcia decyzji przez inwestorów.

2. Charakterystyka wyniku finansowego netto i wyniku całościowego w perspektywie *corporate governance*

Bezdyskusyjność tezy o potrzebie poszukiwania i stosowania adekwatniejszych instrumentów zarządzania, umożliwiających koincydencję między celami interesariuszy przedsiębiorstwa, pozwala wyeksponować wiele problemów zarządczych powstających w związku z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym. Problemy te nie odnoszą się tylko do podejmowania i realizowania przez kadre zarządczą przedsiębiorstwa działań zgodnych z interesem akcjonariuszy, lecz dotyczą także konieczności kształtowania i integrowania świata działalności rzeczowej, finansowej i regulacyjnej przedsiębiorstwa z predykcją i kontrolą. W świecie działalności przedsiębiorstwa zmienia się i różnicuje zarówno obraz tej działalności, jak i interpretacje tego obrazu, łącznie z językiem oraz formami jego opisu. Można zaryzykować tezę, że sytuacja ta sprzyja wzrostowi skuteczności i efektywności komunikacji i tym samym może być warunkiem pomyślnej realizacji celów nadzoru korporacyjnego. Jednym z nich jest kształtowanie strategii przedsiębiorstwa i działań kadry zarządzającej zgodnie z oczekiwaniami szerokiej grupy interesariuszy¹. Spełnianie tych oczekiwań jest długotrwałym i pełnym niepewności procesem, wymagającym zrównoważonego wpływu kapitału rzeczowego, finansowego, intelektualnego i reputacyjnego na wartość rynkową przedsiębiorstwa (zob. rys. 1).

¹ A. Gajewska-Jedwabny, *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, [w:] A. Szablewski, K. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004, s. 487.

RYSUNEK 1: *Relacje z akcjonariuszami jako składnik wartości rynkowej przedsiębiorstwa*



Źródło: oprac. własne na podst.: **D.A. Niedziółka**, *Relacje inwestorskie*, WN PWN, Warszawa 2008, s. 21.

Reputacja jest wyrażoną przez interesariuszy oceną przedsiębiorstwa, w której odzwierciedla się zgodność działania przedsiębiorstwa z ich potrzebami i oczekiwaniami. Jest strategicznym zasobem, umożliwiającym kształtowanie długoterminowych relacji z interesariuszami i odniesienie sukcesu strategicznego, owocującego wzrostem wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Większość zadań nadzoru korporacyjnego można przypisać działaniom z zakresu relacji inwestorskich i polityki informacyjnej spółek akcyjnych. Do najważniejszych z nich zaliczyć można²:

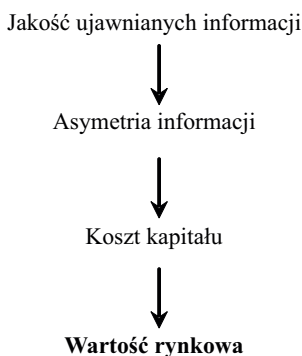
- a) stworzenie warunków gwarantujących równoprawne traktowanie wszystkich akcjonariuszy, w tym zapewnienie przejrzystości poczynań spółki oraz równego dostępu do informacji na ten temat;
- b) stworzenie warunków gwarantujących inwestorom odpowiednią przejrzystość zasad podejmowania decyzji i ich przełożenia na transparentność działalności spółki;
- c) budowa dobrych kontaktów między akcjonariuszami a spółką, ze szczególnym zwróceniem uwagi na stworzenie wydajnych kanałów przepływu informacji.

Można wskazać, iż zakres ujawnianych informacji zależy głównie od stanowiska zarządów spółek giełdowych, które, podejmując określone decyzje

² **I. Koładkiewicz**, *Globalizacja a nadzór korporacyjny*, [w:] **I. Koładkiewicz, W. Kozioł** (red.), *Wyzwania Globalizacji. Odpowiedzi Przedsiębiorstw*, Wyd. Nauk. Wyd. Zarządz. UW, Warszawa 2004, s. 169.

w zakresie polityki informacyjnej, muszą brać pod uwagę nie tylko problemy reputacji, lecz także kierować się innymi kryteriami wyboru ujawnień treści, form, czasu i miejsca informacji przewidzianych prawem oraz przyjętymi strategiami zarządzania, kosztem kapitału oraz wartości przedsiębiorstwa. Problemy te odnoszą się m.in. do teorii i praktyki asymetrii informacyjnej. S. Brown i S.A. Hillegeist stwierdzili występowanie negatywnej korelacji między jakością ujawnianych informacji a poziomem asymetrii informacyjnej i wskazali, że sytuację tę można wiązać z niższym kosztem kapitału i wyższą wartością rynkową³ (zob. rys. 2).

RYSUNEK 2: *Asymetria informacyjna a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*



Źródło: oprac. własne na podst.: S. Brown, S.A. Hillegeist, *Disclosure quality and information asymmetry*, Kellogg School of Management, Evanston, IL 2003, s. 1 i n.

Mając na uwadze podstawowe zasady nadzoru korporacyjnego (ang. *corporate governance*), zogniskowane wokół budowania relacji z akcjonariuszami dla wzrostu wartości rynkowej, wskazać można, że spółki nie tylko powinny korzystać z możliwości wprowadzania nowo wykreowanych i zaakceptowanych rozwiązań systemu sprawozdawczości finansowej zgodnych z MSR i MSSF, lecz także winny odpowiedzialnie kształtować wizerunek przedsiębiorstwa troszczącego się o wysoką efektywność swej działalności.

Poziomy rozwoju przedsiębiorstwa i, tym samym, rozwoju rynku papierów wartościowych oraz rynku kredytów bankowych są wzajemnie uwarunkowane i zależą m.in. od jakości przekazywanych informacji przez jednostki

³ S. Brown, S.A. Hillegeist, *Disclosure quality and information asymmetry*, Kellogg School of Management, Evanston, IL 2003, s. 1 i n.

gospodarcze. Informacje ujmowane w raportach finansowych stanowią źródło wiedzy o działaniu spółki dla różnych grup interesariuszy (akcjonariuszy, kierownictwa, wierzycieli, pracowników, klientów itd.), zgodnie z ich potrzebami informacyjnymi, wypełnianymi w głównej mierze dzięki sprawozdawczości finansowej⁴. Głównym celem sprawozdania finansowego – według założeń koncepcyjnych – jest bowiem dostarczanie informacji finansowych dotyczących jednostki sporządzającej sprawozdanie finansowe, użytecznych z punktu widzenia aktualnych i potencjalnych inwestorów, kredytodawców i innych wierzycieli w procesie podejmowania decyzji dotyczących dalszego finansowania jednostki⁵. Pewnym zabezpieczeniem poprawności informacyjnej oraz relacji inwestorskich w spółkach publicznych jest *corporate governance*⁶.

Skuteczny program informacyjny powinien zawierać m.in.: informacje finansowe (w szczególności wyniki finansowe), zdolności kadry zarządzającej (głównie wiedzę i doświadczenie menedżerów) oraz analizy planów przedsiębiorstwa (w tym pozycję strategiczną i strategiczne cele spółki)⁷.

Uznanie interesu akcjonariuszy za jeden z nadrzędnych, zwraca uwagę na niebłahy problem komunikacji z tymi inwestorami na tle potrzeb informacyjnych pozostałych interesariuszy. Akcjonariusze, którzy lokują w spółce swoje własne kapitały, oczekują pełnej i rzetelnej informacji o sposobie i ekonomiczno-społecznym uzasadnieniu zainwestowania środków. Ta grupa interesariuszy ponosi największe ryzyko związane z funkcjonowaniem i rozwojem spółki i przeto mogą oni odczuwać największe potrzeby otrzymywania informacji pełnych, obiektywnych, na czas i w określonej formie⁸.

Jednymi z takich informacji są informacje o zysku netto oraz zysku całkowitym przedsiębiorstwa. Ich waga i znaczenie wynikają z wielu przesłanek. Można przyjąć założenie, że trwałą podstawę wzrostu wartości rynkowej

⁴ **D. Wędzki**, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Wyd. Wolters Kluwer, Kraków 2006, s. 13–17.

⁵ *Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych*, [w:] *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2013*, SKwP, Warszawa 2014.

⁶ **T. Czerwińska**, *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG, Inwestycje i Nieruchomości 2004/1, s. 235.

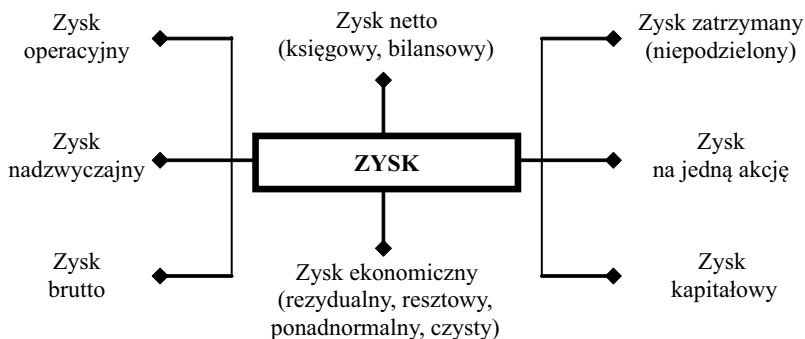
⁷ **A. Szablewski**, *Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji*, [w:] **idem** (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa 2000, s. 32–33.

⁸ **G. Świdarska, W. Więclaw** (red.), *Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, Difin 2012, rozdz. 2, s. 2.

przedsiębiorstwa tworzy wysoka efektywność ekonomiczna jego działania⁹. Może być ona mierzona i oceniana tzw. tradycyjnym miernikiem zysku netto oraz wynikiem całościowym, wprowadzonym do sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw w Polsce w 2009 roku.

Zysk przedsiębiorstwa jest wielowymiarową i zróżnicowaną kategorią o podstawowym znaczeniu dla kontynuacji i rozwoju działalności gospodarczej i społecznej przez tę jednostkę organizacyjną. W zależności od przyjętych definicji przychodów i kosztów, zysk przedsiębiorstwa jest rozpatrywany m.in. w trzech płaszczyznach: księgowej, ekonomicznej i finansowej. O wielowymiarowości i zróżnicowanym charakterze zysku przedsiębiorstwa świadczą m.in. odmienne kategorie zysku, występujące w jego sprawozdaniu finansowym, w systemie prawa podatkowego oraz systemie celów zarządzania przedsiębiorstwem (zob. rys. 3).

RYSUNEK 3: Główne kategorie zysku przedsiębiorstwa



Źródło: J. Duraj, A. Sajnóg, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2011, s. 19.

Według Ustawy o rachunkowości, zysk przedsiębiorstwa traktowany jest jako uprawdopodobnione powstanie w okresie sprawozdawczym korzyści

⁹ M. Ezzamel, H. Willmott, F. Worthington, *Manufacturing shareholder value: the role of accounting in organizational transformation*, Accounting, Organizations and Society 2008/33, s. 107–140; P. Gleadle, N. Cornelius, *A case study of financialization and EVA®*, Critical Perspectives of Accounting 2008/19, s. 1219–1238; K. Kraus, J. Lind, *The impact of the corporate balanced scorecard on corporate control – a research note*, Management Accounting Research 2010/21, s. 265–277.

ekonomicznych¹⁰. Stanowi różnicę pomiędzy przychodami a kosztami ich uzyskania, obliczoną w danym okresie sprawozdawczym, wyrażając tym samym wynik finansowy. Podstawową kategorią zysku w sprawozdawczości – opartej na Ustawie o rachunkowości – jest księgowy zysk netto, stanowiący finalny rezultat działalności przedsiębiorstwa oraz podstawowy wskaźnik określający ogólną efektywność jego funkcjonowania¹¹.

Zaprezentowane w tab. 1 mierniki oceny działania przedsiębiorstwa, oparte na wyniku finansowym, różnią się nie tylko sposobem kalkulacji i pojemnością, lecz także celem zastosowania tych miar w zarządzaniu przedsiębiorstwem.

TABELA 1: Podstawowe mierniki oceny działania przedsiębiorstwa oparte na wyniku finansowym

Miara	Nazwa miernika	Kalkulacja
<i>EBITDA</i>	zysk przed potrąceniem odsetek, podatków, amortyzacji i inflacji	przychody – koszty
<i>EBITA</i>	zysk przed potrąceniem odsetek, podatków i amortyzacji	<i>EBITDA</i> – inflacja
<i>EBIT</i>	zysk przed potrąceniem odsetek i podatków	<i>EBITA</i> – amortyzacja
<i>NOPAT</i>	zysk operacyjny netto po opodatkowaniu	$EBIT \times (1 - \text{stopa podatkowa})$
<i>NOPLAT</i>	zysk operacyjny netto pomniejszony o skorygowany podatek	$EBIT \times (1 - \text{stopa podatkowa w wyrażeniu pieniężnym})$
<i>GOPAT</i>	zysk operacyjny brutto po opodatkowaniu	<i>NOPAT</i> + amortyzacja
<i>EAT</i>	zysk netto po opodatkowaniu	$EBIT + (\text{przychody z odsetek} - \text{koszty odsetek}) \times (1 - \text{stopa podatkowa})$
<i>RI (EVA)</i>	zysk rezydualny (ekonomiczny)	<i>NOPAT</i> – średnio ważony koszt kapitału
<i>ER</i>	zysk zatrzymany	<i>EAT</i> – dywidendy i inne wypłaty z zysku na rzecz właścicieli
<i>EPS</i>	zysk na jedną akcję	<i>EAT</i> / liczba akcji
<i>P/E</i>	cena / zysk	cena rynkowa akcji / zysk netto

Źródło: oprac. własne.

¹⁰ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2013 r., poz. 330), art. 3, ust. 1, pkt 30.

¹¹ J. Duraj, A. Sajnog, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2011, s. 21.

Problem kalkulacji i pojemności wyniku finansowego jest kwestią wymagającą zwrócenia większej uwagi na czynniki i sposoby kształtowania wyniku finansowego przedsiębiorstwa, zaś zagadnienie celu zastosowania wymienionych i opisywanych finansowych mierników oceny efektywności wiąże się przede wszystkim z funkcjami zysku oraz wartością przedsiębiorstwa.

Niektórzy autorzy uznają, że zysk przedsiębiorstwa może być utożsamiany ze zmianą wartości kapitału (wzrost wartości kapitału mierzonego na koniec i początek okresu sprawozdawczego, po wyłączeniu kwot wniesionych lub wycofanych przez właścicieli)¹². Podkreślić należy zatem znaczenie tych przychodów i kosztów, które – zgodnie z przyjętymi konwencjami rachunkowości – wpływają bezpośrednio na kapitał własny. Z powyższymi założeniami koreluje koncepcja dochodu całkowitego, zwracająca uwagę nie tylko na wynik finansowy (pozycja rachunku zysków i strat), ale również wynik całościowy, niekiedy nazywanym globalnym (ang. *comprehensive income*).

Wynik całościowy reprezentuje całkowity wzrost (lub spadek) bogactwa właścicieli, wyrażając wartość, jaka w danym okresie została przez przedsiębiorstwo wygenerowana lub utracona¹³. Zakres wyniku całościowego określany jest szerokim pomiarem rezultatów transakcji i zdarzeń, prowadzącym do uznania wszystkich zmian kapitału własnego, niewynikających z transakcji z właścicielami (przychody i koszty odnoszone bezpośrednio na kapitał własny)¹⁴.

Warto wskazać, że w przypadku stosowania Ustawy o rachunkowości, informacje niezbędne do oszacowania wyniku całościowego prezentuje rachunek zysków i strat oraz zestawienie zmian w kapitale własnym. Można zatem powiedzieć, że koncepcja wyniku całościowego stanowi niejako połączenie rachunku zysków i strat „wynikowego” z „kapitałowym” (zob. rys. 4).

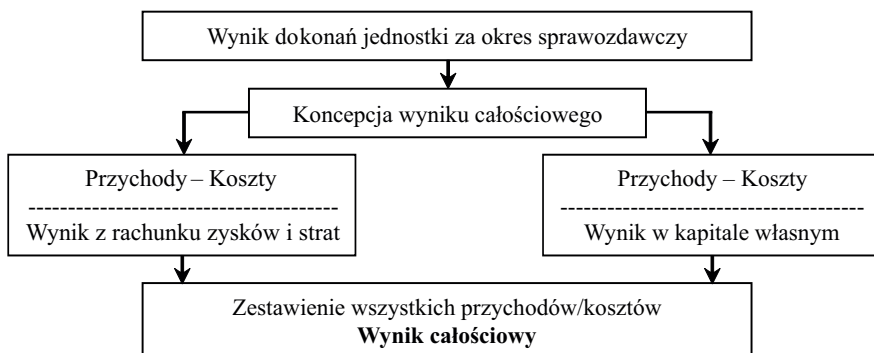
Istota sprawozdania z całkowitych dochodów sprowadza się do łącznej prezentacji tradycyjnego wyniku finansowego netto oraz wyniku kapitałowego, który do końca 2008 roku był prezentowany wyłącznie w kapitale własnym. Natomiast od 1 stycznia 2009 r. informacje te ujawniane są w jednym zestawieniu – sprawozdaniu z całkowitych dochodów.

¹² J. Gierusz, *Koszty i przychody w świetle nadrzędnych zasad rachunkowości*, ODDK, Gdańsk 2005, s. 54–55.

¹³ M. Marcinkowska, *Istota wyniku całościowego i jego ujmowanie w sprawozdawczości finansowej*, Zesz. Teoret. Rach. 2003/17, s. 91.

¹⁴ Eadem, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 264.

RYSUNEK 4: Wynik całościowy przedsiębiorstwa



Źródło: E. Walińska, A. Jurewicz, *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*, [w:] E. Walińska (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna Wyd. Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 28.

Kategoria wyniku całościowego jest związana z całkowitymi dochodami przedsiębiorstwa, dlatego też niejednokrotnie wynik całościowy nazywany jest całkowitym dochodem przedsiębiorstwa¹⁵. Suma całkowitych dochodów, jak podaje H. Buk, to zmiana w kapitale własnym w ciągu okresu, która nastąpiła na skutek transakcji oraz innych zdarzeń, inna niż zmiany wynikające z transakcji dokonywanych z właścicielami występującymi w charakterze udziałowców¹⁶. Tym samym w sprawozdaniu z całkowitych dochodów jednostka wykazuje wszelkie zmiany zachodzące w kapitale własnym z tytułu transakcji gospodarczych, ale poza transakcjami z właścicielami – np. wypłatą dywidendy. Do składników tych zaliczane są:

- a) zmiany z przeszacowania składników majątkowych;
- b) zyski i straty aktuarialne z tytułu programu określonych świadczeń;
- c) zyski i straty wynikające z przeliczenia pozycji sprawozdania finansowego jednostki działającej za granicą;

¹⁵ E. Walińska, *Zasady wyceny kapitału własnego oraz jego ujawniania*, [w:] eadem (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna Wyd. Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 219.

¹⁶ H. Buk, *Zróżnicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, [w:] J. Duraj (red.), *Instrumenty kształtowania dochodowości i rentowności przedsiębiorstwa*, Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica 2013/278, s. 9.

- d) zyski i straty z tytułu przeszacowania składników aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży;
- e) efektywna część zysków i strat związanych z instrumentem zabezpieczającym w ramach zabezpieczania przepływów pieniężnych. Stanowią one pozycje „innych całkowitych dochodów”¹⁷.

Wynik całościowy wydaje się bardziej adekwatną miarą stosowaną w ocenie działania przedsiębiorstwa i tym samym *corporate governance*, gdyż zawiera w sobie wszelkie zmiany cen aktywów na przestrzeni badanego okresu, pomijane w zysku netto. Uwzględnienie wyniku całościowego tworzy możliwość pełniejszej oceny efektywności spółki i ustalenie łącznej rentowności zaangażowanego kapitału przedsiębiorstwa, która wyraża się całkowitym wzrostem (lub spadkiem) dochodów dla właścicieli.

Ocena przedsiębiorstwa oparta na wyniku całościowym budzi jednakże wiele kontrowersji i jest rzadko stosowaną w praktyce funkcjonowania spółek giełdowych.

3. Z badań porównawczych zmienności wyniku finansowego netto oraz wyniku całościowego przedsiębiorstwa

Wprowadzenie do sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa wyniku całkowitego uznać należy za ważny etap rozwoju rachunkowości i analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa. Zwolennicy tej koncepcji twierdzą, że jest on lepszym miernikiem osiągnięć przedsiębiorstwa, głównie ze względu na to, iż obejmuje wszystkie źródła kreowania wartości i zmusza menedżerów do rozważania czynników zewnętrznych wpływających na efektywność przedsiębiorstwa, a nie tylko czynników wewnętrznych. Przeciwnicy natomiast są zdania, iż całkowity dochód zawiera pewną ilość przejściowych komponentów, wprowadza zamieszanie i niepewność, zmniejsza możliwość przewidywania wyników długoterminowych oraz hamuje podejmowanie decyzji¹⁸. Potencjalny inwestor używa zatem nadal zysku netto dla celów informacyjnych, wyceny

¹⁷ *Ibidem*, s. 10.

¹⁸ **L.L. Rees, P.B. Shane**, *Academic Research and Standard-Setting: The Case of Other Comprehensive Income*, *Accounting Horizons* 2012/26/4, cyt. za: **B. Bek-Gaik**, *Sprawozdanie z całkowitych dochodów jako nowy element sprawozdania finansowego – wybrane aspekty teoretyczne i praktyczne*, [w:] **D. Zarzecki** (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników*

i przewidywania. Za przyczynę takiego stanu rzeczy można uznać również fakt, że komponenty całkowitych dochodów są przejściowe oraz zmienne (wynik całościowy jest bardziej zmienny niż wynik finansowy)¹⁹.

Porównawcza ocena kategorii wyniku całkowitego oraz zysku netto przeprowadzona na grupie spółek giełdowych notowanych na GPW w Warszawie, wchodzących w skład indeksu WIG-20, dotyczy dwudziestu kwartałów pięcioletniego okresu badawczego, obejmującego lata 2009–2013²⁰.

Wyniki badań zaprezentowane w tab. 2 wskazują, iż poza pierwszym kwartałem 2009 roku analizowane spółki generowały zysk netto i osiągały one dodatnie średnie wartości wyników całościowych. Wyniki te wskazują jednakże na występowanie znacznych dysproporcji pomiędzy wartościami zysku netto a dochodami całkowitymi badanych spółek (zob. wykr. 1).

TABELA 2: Średnie kwartalne wartości²¹ wyników finansowych oraz wyników całościowych spółek z indeksu WIG-20 w latach 2009–2013 (w mln zł)

Wyszczególnienie	Wynik finansowy netto	Inne całkowite dochody netto	Dochód całkowity netto
1Q2009	-19,3	-43,6	-62,9
2Q2009	585,4	19,2	604,7
3Q2009	307,7	13,9	321,6
4Q2009	261,0	19,0	280,0
1Q2010	261,1	28,3	289,3
2Q2010	337,9	9,8	347,7
3Q2010	469,2	6,7	475,9
4Q2010	311,4	-5,5	305,9
1Q2011	402,3	25,1	427,4
2Q2011	718,9	15,7	734,6
3Q2011	361,7	-12,8	348,8
4Q2011	561,8	-27,9	533,9

przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycji, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec., Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2013/59, s. 31.

¹⁹ B. Bek-Gaik, *Sprawozdanie...*, s. 31.

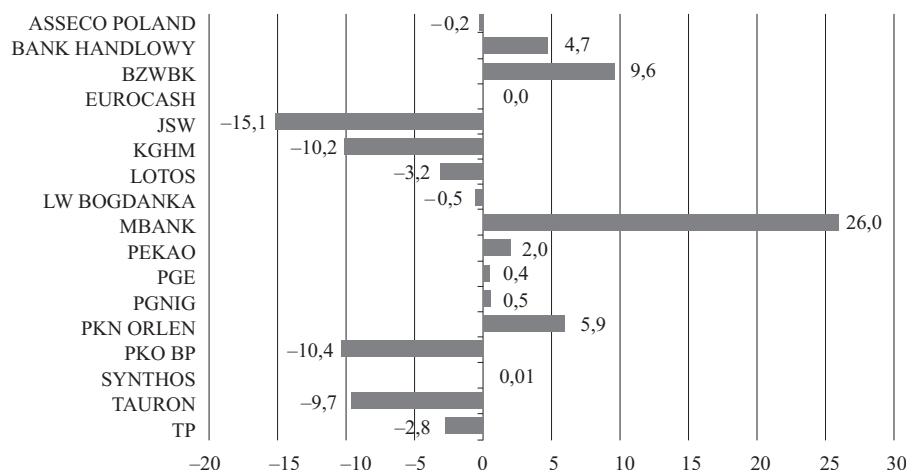
²⁰ Okresowe raporty zostały zaczerpnięte z bazy *Emerging Markets Information Service* (EMIS). Analiza badanych spółek wykazała, iż trzy podmioty (GLOBE TRADE CENTRE SA, PZU SA oraz KERNEL HOLDING SA) nie sporządzały sprawozdań wedle MSR, tym samym nie wyodrębniły dochodów całkowitych. Finalnie, szczegółowej ocenie poddano 17 jednostek.

²¹ Średnia wyrażona za pomocą średniej arytmetycznej badanych spółek.

Wyszczególnienie	Wynik finansowy netto	Inne całkowite dochody netto	Dochód całkowity netto
1Q2012	390,8	-5,1	385,7
2Q2012	458,9	-11,2	447,7
3Q2012	357,8	6,7	364,5
4Q2012	308,4	45,7	354,1
1Q2013	311,5	-38,0	273,5
2Q2013	466,4	-51,2	415,1
3Q2013	288,3	15,2	303,5

Źródło: oprac. własne na podst. okresowych raportów spółek zaczerpniętych z bazy *Emerging Markets Information Service* (EMIS).

WYKRES 1: Dysproporcje między średnimi wartościami wyników całościowych oraz wyników finansowych spółek z indeksu WIG-20 za lata 2009–2013 (w mln zł)



Źródło: oprac. własne na podst. okresowych raportów spółek zaczerpniętych z bazy *Emerging Markets Information Service* (EMIS).

Pomijając jedną spółkę (EUROCASH SA), w sprawozdaniach finansowych pozostałych przedsiębiorstw pojawiły się pozycje „innych całkowitych dochodów netto”, które zdywersyfikowały wartości zysku i całkowitych dochodów netto. Obserwacja owych różnic wskazuje przede wszystkim na zróżnicowane

efekty pozytywnych i negatywnych skutków zmian następujących składników innych całkowitych dochodów:

- a) zyski i straty z tytułu wyceny aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży;
- b) zyski i straty z tytułu wyceny instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne;
- c) zyski i straty aktuarialne z tytułu wyceny rezerw na świadczenia pracownicze;
- d) różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagranicznych;
- e) podatek dochodowy od innych całkowitych dochodów.

Jak wynika z tab. 3, największe znaczenie odgrywały w analizowanych jednostkach dwie pierwsze z wymienionych kategorii innych całkowitych dochodów, tzn. wycena aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży oraz wycena instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne.

Warto w tym miejscu wyjaśnić, iż badane spółki stosowały różne i nieprecyzyjne określenia dla składników innych całkowitych dochodów netto oraz odmiennie prezentowały ich wartości w kontekście ujęcia podatku dochodowego (ujęcie brutto lub netto). W efekcie pojawia się potrzeba bardzo ostrożnej oceny i wnioskowania na podstawie tego rodzaju informacji.

TABELA 3: Średnie wartości wybranych kategorii innych całkowitych dochodów spółek z indeksu WIG-20 w latach 2009–2013 (w mln zł)

Spółki akcyjne	WAF	WIZ	WRŚP	RK	PWNiP
ASSECO POLAND	-0,04	-	-	-	-0,1
BANK HANDLOWY	3965,7	-	5712,0	-	-
BZWBK	4531,5	2770,2	-	-	-
EUROCASH	-	-	-	-	-
JSW	-	-	-51,4	-	-
KGHM	4,4	-5,8	-25,8	-	-
LOTOS	-	-6836,4	-	-	-
LW BOGDANKA	-	-464,5	-3735,3	-	-
MBANK	25863,3	-	-	151,4	-
PEKAO	9731,9	-7054,4	-	-94,7	-

Spółki akcyjne	WAF	WIZ	WRŚP	RK	PWNiP
PGE	87,8	–	2236,5	–	–
PGNIG	6,9	–1,2	–1,3	–0,5	–
PKN ORLEN	–	6105,6	–	–	–
PKO BP	6888,8	–18198,4	–	–	–
SYNTHOS	19,5	–	–	–4,6	–
TAURON	–	–18235,4	3,1	–	–
TP	–	0,8	–6,0	–	–

Objaśnienia: **WAF** – wycena aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży; **WIZ** – wycena instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne; **WRŚP** – wycena rezerw na świadczenia pracownicze; **RK** – różnice kursowe; **PWNiP** – przeszacowanie wartości niematerialnych i równych.

Źródło: oprac. własne na podst. okresowych raportów spółek zaczerpniętych z bazy *Emerging Markets Information Service* (EMIS).

Niemniej jednak, można uznać, iż ujemne różnice między wynikiem całościowym a wynikiem finansowym analizowanych jednostek mogą stanowić rezultat określonej polityki informacyjnej przedsiębiorstw, nakierowanej na przedstawianie nad wyraz pozytywnej sytuacji finansowej spółki w oczach inwestorów, oceniających ją w oparciu o wynik finansowy netto. Przeciwnie, znaczne dodatnie odchylenia świadczyć mogą o zaniżaniu rzeczywistych wyników przedsiębiorstwa, bazujących na tradycyjnym zysku.

TABELA 4: Podstawowe statystyki wyniku finansowego netto oraz wyniku całościowego netto badanych spółek za lata 2009–2013 (w mln zł)

Spółki akcyjne	Miernik	Średnia	Mediana	Minimum	Maksimum	Odchylenie standardowe
ASSECO POLAND	WFN	84,9	86,9	30,7	148,5	31,4
	DCN	84,7	86,3	30,9	147,1	31,1
BANK HANDLOWY	WFN	199,7	204,4	54,7	340,0	74,3
	DCN	204,4	192,7	22,6	436,2	107,4
BZWBK	WFN	303,8	296,9	170,8	502,3	91,0
	DCN	313,4	284,1	154,2	532,2	110,3
EUROCASH	WFN	21,4	18,0	–17,9	124,4	30,3
	DCN	21,4	18,0	–17,9	124,4	30,3

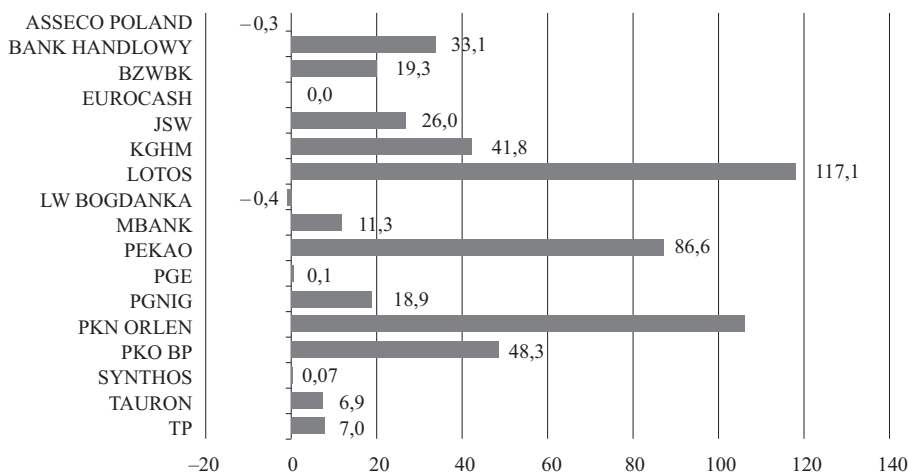
Spółki akcyjne	Miernik	Średnia	Mediana	Minimum	Maksimum	Odchylenie standardowe
JSW	WFN	277,8	266,0	-100,1	1062,8	367,0
	DCN	262,7	266,0	-270,2	1082,3	393,0
KGHM	WFN	1346,6	1059,0	382,2	3846,0	925,2
	DCN	1336,4	989,5	302,4	3598,0	967,0
LOTOS	WFN	117,1	87,0	-620,9	886,1	412,7
	DCN	113,9	125,8	-971,6	886,1	529,9
LW BOG-DANKA	WFN	60,4	53,9	12,9	132,1	32,8
	DCN	59,8	53,9	12,9	132,1	32,4
MBANK	WFN	190,7	234,5	-42,9	352,1	118,7
	DCN	216,7	221,5	2,7	502,6	130,0
PEKAO	WFN	679,8	687,0	569,6	791,0	68,3
	DCN	681,8	667,8	386,1	1012,6	155,0
PGE	WFN	686,4	241,1	76,4	2450,8	834,9
	DCN	686,8	241,1	77,2	2451,1	835,0
PGNIG	WFN	423,6	428,2	-676,1	1797,0	484,7
	DCN	424,2	442,7	-658,4	1792,0	503,7
PKN ORLEN	WFN	431,4	573,0	-1599,3	1622,9	842,5
	DCN	437,3	601,4	-1666,3	1748,2	947,9
PKO BP	WFN	818,1	841,7	563,1	1056,9	158,8
	DCN	807,7	754,1	468,1	1230,7	207,2
SYNTHOS	WFN	71,7	3,0	-70,0	763,1	201,8
	DCN	71,7	3,2	-63,5	764,4	201,9
TAURON	WFN	289,3	13,8	-52,8	1514,7	542,9
	DCN	279,6	13,8	-109,7	1484,2	549,8
TP	WFN	457,6	132,0	-974,0	2966,0	903,6
	DCN	454,8	139,0	-994,0	2972,0	910,7

Objaśnienia: **WFN** – wynik finansowy netto; **DCN** – dochody całkowite netto.

Źródło: oprac. własne na podst. okresowych raportów spółek zaczerpniętych z bazy *Emerging Markets Information Service* (EMIS) z wykorzystaniem pakietu Statistica 10.

Analiza uzyskanych w toku badań wyników pozwala zaobserwować, iż omawiane tu spółki giełdowe cechowały się znacznym zróżnicowaniem w kształtowaniu zysku netto i zysku całkowitego, o czym świadczą podstawowe ich statystyki, wyrażone m.in. w postaci średniej arytmetycznej, mediany, wartości minimalnych oraz maksymalnych czy też odchyleń standardowych (zob. tab. 4). Największe zróżnicowanie tych obydwu kategorii ekonomicznych odnotowano w spółkach KGHM SA oraz TP SA.

WYKRES 2: Dysproporcje między odchyleniami od średniej wyników całościowych oraz wyników finansowych spółek z indeksu WIG-20 za lata 2009–2013 (w mln zł)



Źródło: oprac. własne na podst. okresowych raportów spółek zaczerpniętych z bazy *Emerging Markets Information Service* (EMIS) z wykorzystaniem pakietu Statistica 10.

Porównując z kolei zmienność wyniku finansowego netto oraz wyniku całościowego analizowanych jednostek, wskazać należy na pewną prawidłowość, wyrażającą się w tym, iż – poza dwoma spółkami (ASSECO POLAND SA oraz LW BOGDANKA SA) – dochody całkowite cechowały się większym zróżnicowaniem aniżeli zysk netto. Świadczą o tym dodatnie różnice pomiędzy odchyleniami standardowymi ocenianych mierników (zob. wykr. 2).

Występowanie znacznych dysproporcji pomiędzy oboma wynikami, w połączeniu z niejednorodną formą i strukturą prezentacji sprawozdania z całkowitych dochodów, wpływa na wzrost trudności w dokonywaniu porównań między spółkami. Wskutek tego oraz różnych i nieprecyzyjnych określeń składników innych całkowitych dochodów, inwestor nie jest w sposób jasny i precyzyjny ocenić dokonań spółki giełdowej, co może implikować wzrost ryzyka działalności gospodarczej i ryzyka informacji płynących ze sprawozdań finansowych.

4. Zakończenie

W sprawozdawczości przedsiębiorstwa ustalony wynik finansowy wyraża swego rodzaju efekt prowadzonej działalności rzeczowej, finansowej i regulacyjnej. Implementacja wyniku całościowego do sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa zmierzała do wzrostu użyteczności i przejrzystości prezentowanych informacji o dokonaniach jednostki. Wynik całkowity, pełniąc przedstawiając zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysków w przyszłości, przez odzwierciedlenie w nim wszystkich źródeł tworzenia, jest mniej podatny na manipulacje. Nadto, może ograniczać negatywne skutki związane ze zjawiskiem aktywnego kształtowania zysków przez zarząd jednostki²² i przez to wzmacniać skuteczność i efektywność *corporate governance*.

Przeprowadzone badania wskazują, że całkowity dochód spółek z indeksu WIG-20 jest bardziej zmienny z okresu na okres aniżeli tradycyjny zysk netto, co potwierdza słuszność stawianej hipotezy badawczej. Świadczą o tym różnice wartości obliczonych podstawowych ich statystyk, wyrażonych m.in. w postaci odchyłeń standardowych od średniej arytmetycznej. Na ową sytuację miały wpływ komponenty innych całkowitych dochodów, w szczególności: zyski i straty z tytułu wyceny aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży, zyski i straty z tytułu wyceny instrumentów zabezpieczających przepływy pieniężne czy różnice kursowe z przeliczenia jednostek zagranicznych.

Bibliografia

Akty prawne:

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 2013, poz. 330).

Opracowania:

B. Bek-Gaik, *Sprawozdanie z całkowitych dochodów jako nowy element sprawozdania finansowego – wybrane aspekty teoretyczne i praktyczne*, [w:] Zarzecki D. (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycji*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec., Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 2013/59.

Brown S., Hillegeist S.A., *Disclosure quality and information asymmetry*, Kellogg School of Management, Evanston, IL 2003.

²² **K. Grabiński**, *Sprawozdanie z zysku całkowitego a bieżący zysk operacyjny – użyteczność decyzyjna w świetle badań naukowych*, Zesz. Teoret. Rach. 2012/66, s. 48–49.

- Buk H.**, *Zróznicowana informacja o dochodach spółki w zależności od stosowanych standardów sprawozdawczości finansowej*, [w:] Duraj J. (red.), *Instrumenty kształtowania dochodowości i rentowności przedsiębiorstwa*, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica 2013/278.
- Czerwińska T.**, *Relacje inwestorskie w spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG, Inwestycje i Nieruchomości 2004.
- Duraj J., Sajnóg A.**, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wyd. UŁ, Łódź 2011.
- Ezzamel M., Willmott H., Worthington F.**, *Manufacturing shareholder value: the role of accounting in organizational transformation*, Accounting, Organizations and Society 2008/33.
- Gajewska-Jedwabny A.**, *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, [w:] Szablewski A., Tuzimek K. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004.
- Gierusz J.**, *Koszty i przychody w świetle nadrzędnych zasad rachunkowości*, ODDK, Gdańsk 2005.
- Gleadle P., Cornelius N.**, *A case study of financialization and EVA®*, Critical Perspectives of Accounting 2008/19.
- Grabiński K.**, *Sprawozdanie z zysku całkowitego a bieżący zysk operacyjny – użyteczność decyzyjna w świetle badań naukowych*, Zesz. Teoret. Rach. 2012/66.
- Koładkiewicz I.**, *Globalizacja a nadzór korporacyjny*, [w:] Koładkiewicz I., Kozioł W. (red.), *Wyzwania Globalizacji. Odpowiedzi Przedsiębiorstw*, Wyd. Nauk. Wydz. Zarządz. UW, Warszawa 2004.
- Kraus K., Lind J.**, *The impact of the corporate balanced scorecard on corporate control – a research note*, Management Accounting Research 2010/21.
- Marcinkowska M.**, *Istota wyniku całościowego i jego ujmowanie w sprawozdawczości finansowej*, Zesz. Teoret. Rach. 2003/17.
- Marcinkowska M.**, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
- Niedziółka D.A.**, *Relacje inwestorskie*, WN PWN, Warszawa 2008.
- Rees L.L., Shane P.B.**, *Academic Research and Standard-Setting: The Case of Other Comprehensive Income*, Accounting Horizons 2012/26/4.
- Szablewski A.**, *Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji*, [w:] idem (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa 2000.
- Świdarska G., Więclaw W.** (red.), *Sprawozdanie finansowe według polskich i międzynarodowych standardów rachunkowości*, Difin, Warszawa 2012.
- Walińska E.**, *Zasady wyceny kapitału własnego oraz jego ujawniania*, [w:] eadem (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna Wyd. Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Walińska E., Jurewicz A.**, *Ewolucja sprawozdania finansowego w wymiarze międzynarodowym*, [w:] Walińska E. (red.), *Sprawozdanie finansowe według MSSF. Zasady prezentacji i ujawniania informacji*, Oficyna Wyd. Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Wędzki D.**, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, Oficyna Wyd. Wolters Kluwer, Kraków 2006.
- Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych*, [w:] *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej 2013*, SKwP, Warszawa 2014.

Artur SAJNÓG

**COMPARATIVE ANALYSIS OF COMPREHENSIVE INCOME AND NET PROFIT
IN THE CORPORATE GOVERNANCE PERSPECTIVE**

(Summary)

The financial statements of the joint stock company should be characterized by relevance, defined as the factor which may influence on the investment decisions. In this context, the financial results of companies play a vital role in the investor relations and specific information policy connected with corporate governance. The main purpose of this paper is the comparative analysis of net profit and comprehensive income, which was introduced to financial reporting in Poland in 2009. The review of the hypothesis on existence of greater variability comprehensive income in contrast to the traditional net profit, has been conducted on the basis of the analyzing joint-stock companies listed on the Warsaw Stock Exchange and included in WIG-20 Index. The empirical analysis were preceded by a theoretical discussion on the comprehensive income and net profit in corporate governance perspective.

Keywords: comprehensive income, net profit, corporate governance, companies included in WIG-20 Index.

Adam SAMBORSKI*

NADZÓR KORPORACYJNY W FUNDUSZACH EMERYTALNYCH. PRZYKŁAD DOBROWOLNYCH FUNDUSZY EMERYTALNYCH

Słowa kluczowe: *governance* w funduszach emerytalnych, dobrowolny fundusz emerytalny, relacja przedstawicielstwa, powszechne towarzystwo emerytalne

1. Wstęp

Branża inwestycyjna przez lata opierała się na kilku założeniach dotyczących działania rynków finansowych – rynki są stosunkowo wydajne, regulacja przez rynek (a nie przez rząd) jest skuteczna, a innowacje finansowe są zawsze korzystne itp. W następstwie globalnego kryzysu finansowego 2008 roku, niektóre z tych założeń zaczęły kwestionować nie tylko ekonomiści lewicowi, ale także ci, którzy ufali rynkowi bezgranicznie. Turbulentność otoczenia powoduje, iż na rynkach finansowych rośnie ryzyko i niepewność. W takich warunkach nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych może pomóc ustrukturalizować praktyki inwestycyjne¹. W obszarze *governance* w funduszach emerytalnych prowadzi się jednak niewiele badań empirycznych. Celem artykułu jest próba identyfikacji problemów, przed którymi staje nadzór korporacyjny w dobrowolnych funduszach emerytalnych zarządzanych przez powszechne towarzystwa emerytalne.

W rozważaniach ujęto stan prawny na dzień 31.12.2013 r.

* Dr hab. prof. nadzw., Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Uniwersytet Ekonomiczny; e-mail: adam.samborski@ue.katowice.pl

¹ C. Woods, R. Urwin, *Putting Sustainable Investing into Practice: A Governance Framework for Pension Funds*, *Journal of Business Ethics* 2010/92, s. 1–19.

2. Nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych – istota problemu

Governance w funduszach emerytalnych dotyczy wszystkich aspektów procesów decyzyjnych zachodzących wewnątrz funduszu emerytalnego². Obejmuje kontrolę kierowniczą w organizacji oraz rozwiązania prawne określające sposób jej działania, w tym rozliczalność kierownictwa i to, w jaki sposób jest ono nadzorowane³. *Governance* w funduszach emerytalnych kształtują wymogi prawne, ujęte zarówno w prawie krajowym, jak i w statutach pojedynczych funduszy. Na mocy tych przepisów, powiernicy funduszy emerytalnych mają określone obowiązki wobec beneficjentów funduszy, którymi zarządzają⁴.

Wyzwania, przed którymi staje dziś nadzór korporacyjny w funduszach emerytalnych, determinuje głównie forma, w jakiej zostały one zorganizowane (rys. 1). W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na autonomiczne fundusze emerytalne i trusty. Wyodrębnić można dwa rodzaje autonomicznych funduszy emerytalnych. Pierwszy z nich to fundusze emerytalne typu instytucjonalnego, gdzie fundusz jest niezależnym podmiotem posiadającym osobowość prawną, a tym samym zdolność do czynności prawnych. W efekcie fundusz posiada swój własny wewnętrzny organ zarządzający, zorganizowany w formie monistycznej lub dualistycznej. Drugim rodzajem funduszy emerytalnych są fundusze typu kontraktowego. Fundusz taki składa się z wydzielonej puli aktywów, nie posiada osobowości prawnej i zdolności do czynności prawnej. Fundusz taki zarządzany jest przez wyodrębnioną jednostkę, zazwyczaj instytucję finansową, taką jak bank, firma ubezpieczeniowa lub spółka zarządzająca funduszem emerytalnym. Organem funduszu utworzonego w formie kontraktowej jest zazwyczaj rada dyrektorów (jednoszczeblowy system zarządzania) lub zarząd (dwuszczeblowy system zarządzania) jednostki zarządzającej. Inną formą prawną funduszu emerytalnego są trusty, wykorzystywane w krajach wywodzących się z anglosaskiej tradycji prawnej. Nie można ich jednoznacznie zaklasyfikować do żadnej z dwóch wymienionych powyżej kategorii. Posiadają cechy zarówno formy instytucjonalnej, jak i kontraktowej funduszu emerytalnego⁵.

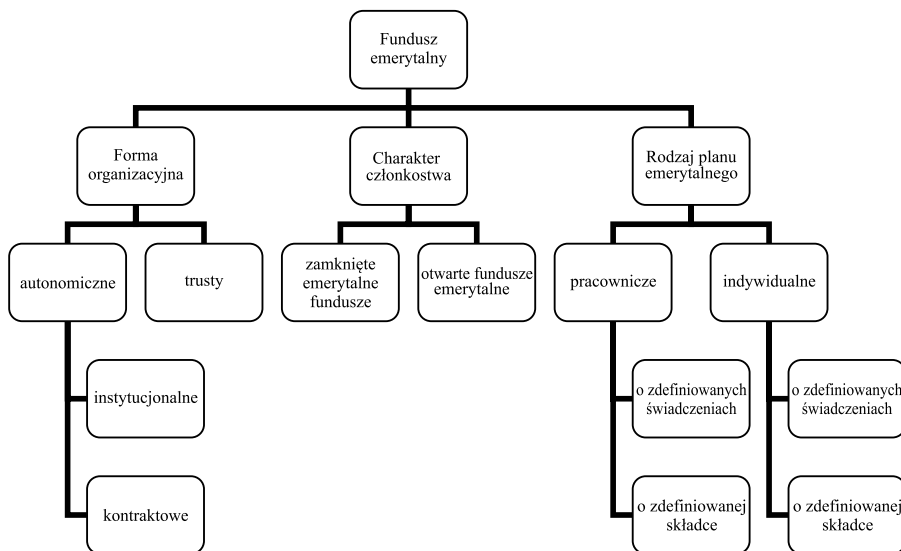
² K. Ambachtsheer, R. Capelle, H. Lum, *The Pension Governance Deficit: Still With Us*, Rotman International Journal of Pension Management 2008/1/1, s. 14–21.

³ F. Stewart, J. Yermo, *Pension Fund Governance Challenges And Potential Solutions*. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, OECD publishing, France 2008/18, s. 5.

⁴ C. Woods, R. Urwin, *Putting...*, s. 1–19.

⁵ F. Stewart, J. Yermo, *Pension...*, s. 6.

RYSUNEK 1: Podział funduszy emerytalnych



Źródło: oprac. własne.

W przypadku korporacyjnej formy funduszu emerytalnego z wewnętrznym organem zarządzającym, głównym wyzwaniem, przed którym stoi *governance*, jest zapewnienie, by powiernicy i członkowie rady dyrektorów (zarządu, rady nadzorczej) posiadali odpowiednią wiedzę oraz rozumieli znaczenie otrzymywanych rad. W przypadku natomiast zewnętrznego organu zarządzającego, wyzwaniem jest przezwycięzenie wszelkich konfliktów interesów.

Innym ważnym kryterium klasyfikacji, który ma wpływ na *governance*, jest podział funduszy emerytalnych w oparciu o charakter członkostwa. Zamknięte fundusze emerytalne – w przeciwieństwie do funduszy otwartych – ograniczają członkostwo do pewnych grup pracowników. Przenoszenie się w obręb zamkniętych funduszy emerytalnych jest bardziej ograniczone w porównaniu z otwartymi funduszami emerytalnymi, w których członkowie mogą często je zmieniać. Głównym wyzwaniem, stojącym przed zamkniętymi funduszami emerytalnymi, jest brak dyscyplinujących organ zarządzający sił rynkowych, związanych z możliwością wyjścia jego członków z funduszu. Fundusze te mogą jednak mieć znaczącą przewagę kosztową nad otwartymi funduszami emerytalnymi, ponieważ specyfika ich działalności nie pociąga za sobą kosztów

marketingu i reklamy, ukierunkowanych na przyciąganie członków. Otwarte fundusze emerytalne muszą polegać na kosztownych kanałach dystrybucji, takich jak agencje i agenci sprzedaży oraz kampanie reklamowe. Ponieważ koszty do pewnego stopnia są przerzucane na uczestników programu i jego beneficjentów w postaci prowizji i opłat, sposób zarządzania kanałami dystrybucji może mieć znaczący wpływ na wysokość świadczeń emerytalnych. Monitorowanie tych kosztów może okazać się głównym wyzwaniem *governance* w otwartych funduszach emerytalnych⁶.

Dla *governance* w funduszach emerytalnych ma również istotne znaczenie rodzaj planu emerytalnego. W przypadku planów pracowniczych, mamy do czynienia z dwoma stronami zaangażowanymi w administrowanie funduszem emerytalnym. Są to pracodawca lub sponsor planu oraz organ zarządzający funduszem emerytalnym. Wyzwaniem dla *governance* jest unikanie konfliktów interesów i zapewnienie, by organ zarządzający działał w interesie członków planu i jego beneficjentów. W przypadku indywidualnych planów emerytalnych występuje tylko organ zarządzający. Umowa zawierana jest między oferującym fundusz emerytalny a podmiotami indywidualnymi, co umożliwia powstanie „próżni *governance*” – w przypadku, gdy nie są uwzględnione wspólne interesy beneficjentów. „Próżnia *governance*” staje się więc głównym wyzwaniem, przed którym staje *governance* w wielu krajach⁷.

Pewne implikacje dla formy prawnej i struktury *governance* w funduszu emerytalnym mają również plany o zdefiniowanych świadczeniach (DB) i zdefiniowanej składce (DC). I tak w przypadku planów DB, dla zapewnienia funduszowi wypłacalności niezbędnym jest korzystanie z usług aktuaruszy i innych ekspertów ubezpieczeniowych. W planach DC wyzwania stojące przed *governance* dotyczą np. oferowania adekwatnych i właściwych możliwości inwestycyjnych, zapewniając, że są one rozumiane przez użytkowników. Może to wymagać większej uwagi ze strony organu nadzoru, wraz z upowszechnianiem się tej formy zbiorowego oszczędzania⁸.

⁶ *Supervisory Oversight Of Pension Fund Governance*, The International Organisation Of Pension Supervisors Working Paper 2008/8, s. 6–7.

⁷ *Ibidem*, s. 7.

⁸ *Ibidem*.

3. Delegowanie uprawnień decyzyjnych – relacja przedstawicielstwa

Pomimo przyjęcia w sektorze emerytalnym wielu reguł ukierunkowanych na maksymalizację interesów beneficjenta (lub też innych interesariuszy), instytucje emerytalne borykają się z tymi samymi problemami *governance*, co nowoczesne korporacje⁹. Podstawowe problemy wynikają z delegowania uprawnień decyzyjnych i powstania relacji przedstawicielstwa (relacji agencji).

Relacja przedstawicielstwa powstaje wówczas, gdy jeden podmiot – mocodawca (pryncypał) – zleca do wykonania pewne działanie drugiemu podmiotowi – przedstawicielowi (agent). Mocodawca przekazuje przedstawicielowi uprawnienia decyzyjne niezbędne do wykonania tego działania¹⁰. Teoria agencji próbuje opisać relacje agencji używając metafory – kontrakt¹¹. Relacja agencji może więc być traktowana jako pewien kontrakt jawny (formalny) albo kontrakt niejawny, domyślny (nieformalny), którego celem jest zapewnienie takich działań przedstawiciela, aby dążył on do maksymalizacji korzyści mocodawcy¹². Teoria agencji ukierunkowana jest na rozwiązywanie problemów, które wynikają z relacji agencji. W literaturze zwraca się uwagę na dwa rodzaje takich problemów. Pierwszym jest problem agencji, który powstaje wówczas, gdy (a) pragnienia lub cele mocodawcy i przedstawiciela pozostają w konflikcie oraz (b) jest trudnym lub drogim dla mocodawcy weryfikowanie tego, co przedstawiciel obecnie robi. Problemem jest tutaj ograniczona ze strony mocodawcy weryfikacja zachowań przedstawiciela oraz kwestia podziału ryzyka, która pojawia się, gdy mocodawca i przedstawiciel mają różny stosunek do ryzyka – mogą preferować inne działania ze względu na różne preferencje dotyczące ryzyka (jest to drugi problem wynikający z relacji agencji)¹³.

Ze względu na to, że jednostką analizy jest kontrakt regulujący relacje pomiędzy mocodawcą a przedstawicielem, teoria koncentruje się na identyfikacji najbardziej efektywnego kontraktu regulującego relacje mocodawca –

⁹ **G.L. Clark**, *Best-practice pension fund governance*, Journal of Asset Management 2008/9, s. 2–21.

¹⁰ **C. Mesjasz**, *Kontrakty niekompletne jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego*, [w:] **S. Rudolf** (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. UŁ, Łódź 2002, s. 59.

¹¹ **K.M. Eisenhardt**, *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review 1989/14/1, s. 57–74.

¹² **C. Mesjasz**, *Kontrakty...*, s. 59.

¹³ **K.M. Eisenhardt**, *Agency Theory...*, s. 57–74.

przedstawiciel, przy określonych założeniach dotyczących ludzi (np. własne korzyści, ograniczona racjonalność, awersja do ryzyka) organizacji (np. konflikt celu pomiędzy członkami) i informacji (np. informacja jest towarem, który można kupić). Stawia się konkretne pytanie: czy kontrakt zorientowany na zachowania (np. wynagrodzenia, ład hierarchiczny) jest bardziej efektywny niż kontrakt zorientowany na wyniki (np. prowizje, opcje na akcje, transfer praw własności, ład rynkowy)?¹⁴

Domeną teorii agencji są relacje wiernie oddające podstawową strukturę agencji mocodawcy i przedstawiciela, którzy są zaangażowani w działania kooperacyjne, ale mają różne cele i różne postawy wobec ryzyka¹⁵.

Przyjmując, że fundusz emerytalny, tak jak każda organizacja, jest zbiorem kontraktów, zidentyfikować można nie tylko różne oczekiwania interesariuszy funduszy emerytalnych, ale także obszary potencjalnych konfliktów i propozycje rozwiązań¹⁶.

W zależności więc od rodzaju funduszu i planu emerytalnego, zidentyfikować można różne oczekiwania interesariuszy, ale także obszary potencjalnych konfliktów.

W ramach publicznych planów emerytalnych, D. Hess i G. Impavido¹⁷ zidentyfikowali trzy główne grupy interesariuszy: uczestnicy planu, rząd i podatnicy. Pierwsza grupa interesariuszy obejmuje aktywnych uczestników (obecnie wnoszących wkład), emerytowanych członków (obecnie otrzymujących świadczenia) oraz tych, którzy pozostają na utrzymaniu uczestników planu. Drugą grupą interesariuszy jest rząd, który zainteresowany jest wysokością kosztów administracyjnych prowadzenia planu oraz wynikami aktywów planu. Rząd zainteresowany jest więc tym, jak czynniki te wpływają na wysokość wnoszonego przez rząd wkładu do planów emerytalnych typu DB. Ostatnią grupą są podatnicy, będący naturalnymi interesariuszami w planach DB oraz

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ **A. Samborski**, *Pension Funds Governance*, [w:] **M. Szczepański** (red.), *Crisis and Pension Reform. Where do we stand?* Publishing House of Poznan University of Technology, Poznań 2013, s. 130.

¹⁷ **D. Hess**, **G. Impavido**, *Governance of Public Pension Funds: Lessons from Corporate Governance and International Evidence*, [w:] **A.R. Musalem**, **R.J. Palacios** (red.), *Public Pension Fund Management. Governance, Accountability and Investment Policies*, World Bank, Washington DC 2004, s. 58.

w planach DC w systemach gwarantujących minimalną stopę zwrotu¹⁸. Hess i Impavido zauważyli, że w publicznych funduszach emerytalnych konflikt celu i niepewność mogą powodować problemy agencji, w ten sam sposób, w jaki konflikt celu i niepewność powodują problemy agencji w przedsiębiorstwach. Ich zdaniem, warto rozważyć dwa potencjalnie odrębne problemy: tradycyjne problemy w oparciu o bezpośrednie korzyści własne powierników, takie jak czynność prawna z samym sobą i korupcja lub po prostu uchylanie się od obowiązków, oraz problemy wynikające z celów politycznych powierników, takie jak korzystanie z aktywów funduszu emerytalnego do realizacji celów partii rządzącej¹⁹. Wyzwaniem, przed którym stają menedżerowie w publicznych planach emerytalnych, jest stworzenie dla powierników odpowiednich rozwiązań w obszarze kontroli, polegających na wygenerowaniu właściwych bodźców. Aby jednak określić, które mechanizmy *governance* są właściwe, trzeba wpieryw zidentyfikować za jakie zachowania powierników wynagradzać, a za jakie karać. Hess i Impavido w swoich analizach wskazują na duże znaczenie pretendenta rezydualnego, w zakresie monitorowania i kontroli, oraz na jego wartość w zmniejszaniu nieefektywności spowodowanej rozdzieleniem procesu podejmowania decyzji od ponoszenia ryzyka²⁰.

T. Besley i A. Prat²¹ na gruncie teorii agencji dokonali analizy układu *governance* w prywatnych funduszach emerytalnych. Badając interakcje między wyborem pomiędzy funduszem typu DB a DC oraz trzema obszarami praw kontroli – decyzje o finansowaniu, alokacja aktywów i zarządzanie aktywami – starali się zidentyfikować optymalną strukturę *governance*. Besley i Prat próbowali znaleźć związek między strukturą roszczeń częściowych w funduszu emerytalnym a optymalną strukturą praw kontrolnych w funduszu emerytalnym. W ramach prywatnych funduszy emerytalnych zidentyfikowali następujących interesariuszy: sponsor (pracodawca lub grupa pracodawców), beneficjenci (pracownicy, którzy uczestniczą w planie); zarządzający funduszem oraz powiernicy (wyodrębnieni na gruncie prawa zwyczajowego). Potencjalnych źródeł problemów agencji upatrują w: odpowiedzialności za

¹⁸ *Ibidem*.

¹⁹ *Ibidem*, s. 59.

²⁰ *Ibidem*, s. 70.

²¹ **T. Besley, A. Prat**, *Pension Fund Governance And The Choice Between Defined Benefit And Defined Contribution Plans*, The Institute For Fiscal Studies, WP03/09, June 4, 2003, s. 5–6.

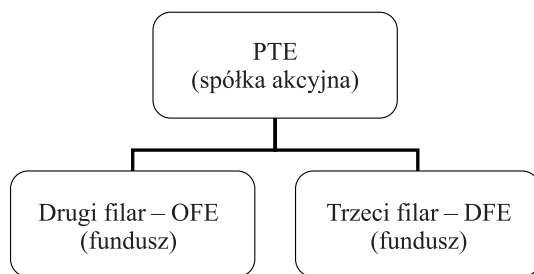
monitorowanie zarządzającego aktywami („zachowywanie czujności”), decyzjach o alokacji aktywów, poziomie finansowania planu²².

Zdaniem Besley’a i Prat, nieefektywność jest konsekwencją sytuacji, w której decydenci nie ponoszą pełnych kosztów swoich decyzji. Te nieefektywności mogą mieć znaczący wpływ na pretendenta rezydualnego. W odniesieniu do prywatnych systemów emerytalnych, identyfikacja pretendenta rezydualnego jest konieczna dla określenia najbardziej efektywnej struktury *governance*. Według Besley’a i Prat, w planach emerytalnych typu DC pretendentem rezydualnym jest jego beneficjent, w planach emerytalnych typu DB – jego sponsor. Jednakże sponsor w planie DB jest pretendentem rezydualnym kwalifikowanym do stopnia jego odpowiedzialności za niewypłacalność planu²³.

4. Rozwiązania ukierunkowane na ograniczenie problemu przedstawicielstwa w dobrowolnych funduszach emerytalnych

Dobrowolne fundusze emerytalne (DFE) mogą być tworzone wyłącznie przez powszechne towarzystwo emerytalne (PTE), działające w formie spółki akcyjnej (rys. 2).

RYSUNEK 2: DFE – trzeci filar zabezpieczenia emerytalnego



Źródło: oprac. własne.

Dominującymi udziałowcami PTE są różne instytucje finansowe, w tym międzynarodowe spółki ubezpieczeniowe, polskie instytucje finansowe oraz różne konsorcja polskich i międzynarodowych instytucji finansowych. Czas

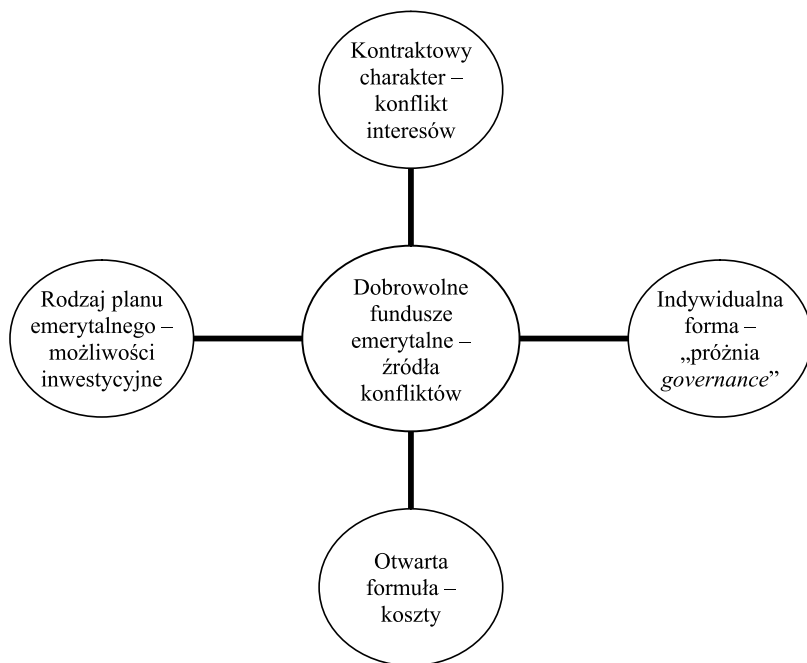
²² *Ibidem*.

²³ D. Hess, G. Impavido, *Governance...*, s. 67–68.

trwania funduszu jest nieograniczony. Funkcjonują one jako otwarte fundusze wzajemne i oferują plany emerytalne o zdefiniowanej składce (indywidualne konta emerytalne, indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego). Fundusz nabywa osobowość prawną z chwilą wpisania do rejestru funduszy. Wówczas organem funduszu staje się towarzystwo. Podstawowym dokumentem regulującym stosunki wewnętrzne panujące w funduszu jest jego statut. Statut funduszu jest uchwalany przez walne zgromadzenie towarzystwa. Określa on m.in. sposób reprezentacji funduszu przez towarzystwo²⁴.

Problemy, przed którymi staje dziś *governance* w DFE zarządzanych przez PTE, związane są z ich kontraktowym charakterem, indywidualną formą, otwartą formułą i rodzajem oferowanych planów emerytalnych, tj. planami o zdefiniowanej składce (rys. 3).

RYSUNEK 3: Źródła konfliktów w DFE



Źródło: oprac. własne.

²⁴ A. Samborski, *Pension...*, s. 132–133.

Kontraktowy charakter DFE powoduje, iż podstawową troską w obrębie *governance* staje się zapewnienie, aby organ zarządzający działał w interesie członków planu emerytalnego. Z indywidualną formą wiąże się ryzyko powstania „próżni *governance*”, tj. nieuwzględnienia interesu beneficjenta zbiorowego. Co do otwartej formuły, głównym wyzwaniem *governance* jest monitorowanie kosztów, natomiast z planami o zdefiniowanej składce wiąże się zapewnienie adekwatnych i właściwych możliwości inwestycyjnych. Podstawowym źródłem konfliktów między członkiem planu emerytalnego a organem zarządzającym jest delegowanie przedstawicielowi uprawnień decyzyjnych w zakresie ryzyka finansowego, które ponosi beneficjent planu. Konfliktów w DFE upatrywać należy więc w takich obszarach jak: relacje członkowie funduszu – organ zarządzający, wysokość opłat pobieranych przez towarzystwo i możliwości inwestycyjne.

Kluczowe regulacje prawne ukierunkowane na ograniczenie potencjalnych problemów wynikających z relacji członkowie funduszu – podmiot zarządzający obejmują: określenie minimalnych standardów, jakie powinni spełniać zarówno członkowie zarządu, jak i rady nadzorczej; wyraźne określenie zadań i roli organu nadzoru; konieczność powoływania depozytariusza; instytucję Rzecznika Ubezpieczonych.

Dobrowolnym funduszem emerytalnym zarządza powszechne towarzystwo emerytalne działające w formie spółki akcyjnej. Władzami towarzystwa są: zarząd, rada nadzorcza, walne zgromadzenie (art. 39)²⁵. O ile statut nie stanowi inaczej, członków zarządu PTE powołuje i odwołuje walne zgromadzenie (art. 40). Członkiem zarządu towarzystwa może być osoba, która spełnia łącznie następujące wymogi:

- 1) posiada pełną zdolność do czynności prawnych;
- 2) nie była skazana prawomocnym wyrokiem za przestępstwa określone w ustawie;
- 3) posiada wyższe wykształcenie;
- 4) legitymuje się stażem pracy nie krótszym niż 7 lat;
- 5) daje rękojmię należytego wykonywania funkcji członka zarządu (art. 41).

Członkiem rady nadzorczej towarzystwa może być osoba spełniająca wymogi określone w pkt 1 i 2 dla członków zarządu oraz dająca rękojmię należytego wykonywania funkcji członka rady nadzorczej. Przynajmniej

²⁵ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2010 r., Nr 34, poz. 189 z późn. zm.).

połowa członków rady nadzorczej towarzystwa powinna posiadać wyższe wykształcenie prawnicze lub ekonomiczne i spełniać kryteria niezależności określone w ustawie (art. 44).

Określenie przez ustawodawcę minimalnych standardów, jakie powinni spełniać zarówno członkowie zarządu, jak i rady nadzorczej, jest bardzo korzystnym rozwiązaniem. Nie do końca jasnym jest jednak przypisanie walnemu zgromadzeniu, a nie radzie nadzorczej, uprawnień powoływania i odwoływania członków zarządu powszechnego towarzystwa (o ile statut nie stanowi inaczej). Istnieje zagrożenie, że instytucja finansowa będzie kontrolowała zarówno radę nadzorczą, jak i zarząd²⁶. Proponuje się więc podjęcie działań zmierzających do zwiększenia niezależności rad nadzorczych w PTE i przywrócenie im uprawnień zapisanych w kodeksie handlowym – powoływania i odwoływania członków zarządu (art. 368)²⁷.

Nadzór nad działalnością dobrowolnych funduszy emerytalnych sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (art. 15). Organ nadzoru może przeprowadzić kontrolę działalności funduszu, towarzystwa, depozytariusza, a także osoby trzeciej, której fundusz lub towarzystwo powierzyły wykonywanie niektórych czynności (art. 204a). Jeżeli towarzystwo lub fundusz prowadzą działalność z naruszeniem prawa, statutu lub interesów członków funduszu, organ nadzoru może nałożyć na członka zarządu towarzystwa emerytalnego, odpowiedzialnego za te naruszenia, karę pieniężną (art. 204c). Organ nadzoru może żądać zwołania posiedzenia zarządu, rady nadzorczej lub walnego zgromadzenia akcjonariuszy towarzystwa oraz umieszczenia poszczególnych spraw w porządku obrad tych organów, jeżeli uzna to za konieczne do prawidłowego sprawowania nadzoru nad działalnością funduszu lub towarzystwa (art. 206)²⁸.

Fundusz jest obowiązany wybrać depozytariusza, któremu, na podstawie umowy, powierza przechowywanie swoich aktywów (art. 157). Depozytariusz jest obowiązany niezwłocznie poinformować organ nadzoru o wszelkich działaniach i zaniechaniach funduszu, które, w jego ocenie, stanowią naruszenie prawa, postanowień statutu funduszu lub powodują, że interesy członków funduszu nie są należycie uwzględniane. Depozytariusz jest obowiązany nie-

²⁶ **A. Samborski**, *Governance w prywatnych funduszach emerytalnych*, Stud. Prawn.-Ekon. 2012/86, s. 275–291.

²⁷ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., Nr 94, poz. 1037, z późn. zm.), cyt. za: **A. Samborski**, *Governance...*, s. 275–291.

²⁸ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2010 r., Nr 34, poz. 189 z późn. zm.).

zwłocznie poinformować organ nadzoru o stwierdzonych nieprawidłowościach w ustaleniu przez fundusz wartości aktywów netto funduszu, wartości jednostki rozrachunkowej i wysokości stopy zwrotu (art. 164)²⁹.

Rzecznik Ubezpieczonych na rynku zabezpieczenia emerytalnego dba o prawa członków funduszy emerytalnych i reprezentuje ich interesy wobec towarzystw emerytalnych. Do zadań Rzecznika należy podejmowanie działań w zakresie ochrony osób, których interesy reprezentuje, a w szczególności stwarzanie możliwości polubownego i pojednawczego rozstrzygnięcia sporów między towarzystwami emerytalnymi a członkami funduszy emerytalnych (art. 20)³⁰.

Kolejnym potencjalnym źródłem konfliktu między członkami DFE a jego organem zarządzającym – związanym z otwartym charakterem funduszu – jest wysokość pobieranych opłat. Fundusz pobiera opłatę w formie potrącenia określonej procentowo kwoty z dokonywanej wpłaty na rachunek IKZE, IKE. Fundusz pokrywa bezpośrednio ze swoich aktywów koszty związane z funkcjonowaniem funduszu. Koszty działalności funduszu, które nie są pokrywane bezpośrednio z jego aktywów, pokrywa towarzystwo. Wynagrodzenie towarzystwa za zarządzanie funduszem określone jest w statucie i składa się z wynagrodzenia stałego za zarządzanie funduszem oraz, dodatkowo w części DFE, z wynagrodzenia zmiennego za zarządzanie funduszem, uzależnionego od wyników zarządzania funduszem. W przypadku wynagrodzenia stałego za zarządzanie funduszem, określa się jego górny pułap. Wynagrodzenie zmienne za zarządzanie funduszem jest uzależnione od wyników zarządzania funduszem w odniesieniu do indeksu odniesienia funduszu (benchmarku) i wypłacane jest tylko w przypadku, gdy stopa zwrotu funduszu w danym okresie rozliczeniowym jest dodatnia i jednocześnie wyższa od stopy zwrotu benchmarku. Również i w tym przypadku określa się jego górny pułap. Występują też opłaty dodatkowe, wyszczególnione w statucie. Podstawowym wyzwaniem, przed którym staje *governance* w DFE jest więc monitoring kosztów. Kluczowe znaczenie ma tutaj mechanizm rynkowy, tj. swobodny przepływ członków funduszu i dobrowolność tej formy oszczędzania na emeryturę³¹.

²⁹ *Ibidem*.

³⁰ Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym oraz Rzeczniku Ubezpieczonych (Dz.U. z 2003 r., Nr 124, poz. 1153 z późn. zm.).

³¹ *Statut Nordea Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego*. Tekst jednolity Statutu Nordea DFE, uwzględniający zmiany wprowadzone przez NWZ Nordea PTE SA dnia 29 kwietnia 2013 r., http://www.nordeapolska.pl/wp-content/uploads/2013/07/STATUT_NORDEA_

Kolejnych źródeł konfliktów między członkami funduszu a podmiotem zarządzającym upatrywać należy w przyjętej strategii inwestycyjnej. W kształtowaniu strategii inwestycyjnej kluczową rolę odgrywają zarówno struktura *governance*, jak i regulacje zewnętrzne. Pierwsza określa cele i zasady polityki inwestycyjnej oraz narzędzia stosowane przez zarządzających funduszami, a druga ma wpływ na alokację aktywów portfela (aktywa funduszu mogą być lokowane w instrumenty finansowe dopuszczone przepisami właściwej ustawy)³². W DFE decyzje inwestycyjne i transakcje podejmuje się z zachowaniem ustanowionych limitów i na podstawie statutu funduszu oraz obowiązujących aktów wewnętrznych, a w szczególności zasad strategii inwestycyjnej poszczególnych DFE³³. Decydując się na konkretny dobrowolny fundusz emerytalny, oszczędzający nie ma wyboru konkretnej opcji inwestycyjnej, np. subfunduszu obligacji czy akcji. Oszczędzający może jedynie wybrać pomiędzy DFE – funduszami aktywnej alokacji, selektywnej alokacji, zrównoważonymi. Podstawowym źródłem konfliktów między członkiem planu emerytalnego a organem zarządzającym jest więc delegowanie uprawnień decyzyjnych przedstawicielowi w zakresie ryzyka finansowego, które ponosi beneficjent planu. Rozwiązaniem jest wprowadzenie w ramach rachunku IKZE, IKE możliwości podziału inwestycyjnej części składki pomiędzy subfundusze. W tym celu oszczędzający powinien mieć możliwość dokonania wyboru określonego programu inwestowania, tak jak jest to np. w przypadku IKE PZU Życie SA, gdzie ubezpieczony może dokonać wyboru jednego z dwóch programów inwestowania: programu rekomendowanego lub programu indywidualnego³⁴.

DFE_01_07_2013.pdf; stan na dzień 14.01.2014 r.; *Prospekt Informacyjny Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego PZU*. Warszawa, 9 maja 2013 r., http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=2a0125f5-52b9-4d7c-bdc8-7632c3977784&groupId=10172; stan na dzień 14.01.2014 r.

³² **A. Samborski**, *Governance w funduszach emerytalnych, strategii inwestycyjne i ich rola w nadzorze korporacyjnym. Przykład otwartych funduszy emerytalnych*, [w:] **M. Szczepański** (red.), *Reformowanie systemów emerytalnych – porównania i oceny*, Wyd. Politechn. Pozn., Poznań 2013, s. 219–220.

³³ *Deklaracja zasad polityki inwestycyjnej Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego PZU*, http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=52e1898c-36cf-489a-ac2d-113b1e542c-6d&groupId=10172; stan na dzień 14.01.2014 r.

³⁴ *Ogólne warunki indywidualnego ubezpieczenia na życie związanego z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym IKE PZU Życie*, http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=78fa3765-46ef-415a-a630-d36a4747924a&groupId=10172; stan na dzień 14.01.2014 r.

5. Zakończenie

Teoria agencji jest użyteczna dla zrozumienia i poprawy *governance* w korporacjach. Teoria agencji powinna przyczynić się do poprawy jakości *governance* w funduszach emerytalnych. Jednak, tak jak nie ma jednej uniwersalnej struktury *governance* w korporacjach (nawet w obrębie jednego kraju), nie ma też jednej struktury *governance*, którą można by powszechnie stosować w funduszach emerytalnych. Różne cele, ograniczenia, otoczenie polityczne, lokalne warunki rynkowe, dostępność kompetentnych zarządzających aktywami oraz wiele innych czynników wpływa na kształt właściwej struktury *governance* w funduszu emerytalnym. Ważne jest jednak, aby rozpoznać potencjalne problemy agencji – bez względu na to, czy są one wynikiem niepewności, czy też konfliktu celu – i wypracować odpowiednie kontrolne mechanizmy *governance*³⁵. Źródeł konfliktów w DFE upatrywać należy w takich obszarach jak: relacje członkowie funduszu – organ zarządzający, wysokość opłat pobieranych przez towarzystwo i możliwości inwestycyjne. Kluczowe mechanizmy ukierunkowane na ograniczenie potencjalnych problemów obejmują: określenie minimalnych standardów, jakie powinni spełniać zarówno członkowie zarządu, jak i rady nadzorczej; wyraźne określenie zadań i roli organu nadzoru; konieczność powoływania depozytariusza; instytucję Rzecznika Ubezpieczonych; mechanizm rynkowy, tj. swobodny przepływ członków funduszu i dobrowolność tej formy oszczędzania na emeryturę. Ciągłe jednak oszczędzający nie ma możliwości dokonania wyboru określonego programu inwestowania. Podstawowy cel *governance* w dobrowolnych funduszach emerytalnych powinien mieć charakter dwupłaszczyznowy: (1) ochrona praw i interesów członków funduszu emerytalnego oraz (2) zabezpieczenie źródeł funduszy potrzebnych na wypłatę (na czas i w odpowiedniej wysokości) świadczeń emerytalnych osobom, które opłacały składki emerytalne. W dobrze prowadzonym systemie, zestaw struktur i mechanizmów powinien zapewniać efektywność administracyjną, profesjonalne zarządzanie portfelem, właściwe zarządzanie ryzykiem operacyjnym, odpowiednią edukację członków funduszy, bezpieczny nadzór aktywów funduszy emerytalnych oraz terminową i pełną wypłatę odpowiednich świadczeń emerytalnych³⁶.

³⁵ D. Hess, G. Impavido, *Governance...*, s. 84.

³⁶ *Czech Republic, Pilot Diagnostic Review of Governance of the Private Pension Fund Sector*, The World Bank, Private and Financial Sector Development Department Europe and Central Asia Region, Washington DC March 2007, s. 5.

Bibliografia

Akty prawne:

- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r., Nr 94, poz. 1037, z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o nadzorze ubezpieczeniowym i emerytalnym oraz Rzeczniku Ubezpieczonych (Dz.U. z 2003 r., Nr 124, poz. 1153 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2010 r., Nr 34, poz. 189 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2010 r., Nr 34, poz. 189 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2010 r., Nr 34, poz. 189 z późn. zm.).

Opracowania:

- Ambachtsheer K., Capelle R., Lum H.**, *The Pension Governance Deficit: Still With Us*, Rotman International Journal of Pension Management 2008/1/1.
- Besley T., Prat A.**, *Pension Fund Governance And The Choice Between Defined Benefit And Defined Contribution Plans*, The Institute For Fiscal Studies, WP03/09, June 4, 2003.
- Clark G. L.**, *Best-practice pension fund governance*, Journal of Asset Management 2008/9.
- Eisenhardt K.M.**, *Agency Theory: An Assessment and Review*, Academy of Management Review 1989/14/1.
- Hess D., Impavido G.**, *Governance of Public Pension Funds: Lessons from Corporate Governance and International Evidence*, [w:] Musalem A.R., Palacios R.J. (red.), *Public Pension Fund Management. Governance, Accountability and Investment Policies*, World Bank, Washington DC 2004.
- Mesjasz C.**, *Kontrakty niekompletne jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego*, [w:] Rudolf S. (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. UŁ, Łódź 2002.
- Samborski A.**, *Governance w funduszach emerytalnych, strategie inwestycyjne i ich rola w nadzorze korporacyjnym. Przykład otwartych funduszy emerytalnych*, [w:] Szczepański M. (red.), *Reformowanie systemów emerytalnych – porównania i oceny*. Wyd. Politechn. Pozn., Poznań 2013.
- Samborski A.**, *Governance w prywatnych funduszach emerytalnych*, Stud. Prawn.-Ekon. 2012/86.
- Samborski A.**, *Pension Funds Governance*, [w:] Szczepański M. (red.), *Old-Age Crisis and Pension Reform. Where do we stand?*, Publishing House of Poznan University of Technology, Poznań 2013.
- Stewart F., Yermo J.**, *Pension Fund Governance Challenges And Potential Solutions*. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, OECD publishing, France 2008/18.
- Supervisory Oversight Of Pension Fund Governance*, The International Organisation Of Pension Supervisors Working Paper 2008/8.

Woods C., Urwin R., *Putting Sustainable Investing into Practice: A Governance Framework for Pension Funds*, *Journal of Business Ethics* 2010/92.

Strony internetowe:

Deklaracja zasad polityki inwestycyjnej Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego PZU, http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=52e1898c-36cf-489a-ac2d-113b1e542c6d&groupId=10172; stan na dzień 14.01.2014 r.

Ogólne warunki indywidualnego ubezpieczenia na życie związanego z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym IKE PZU Życie, http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=78fa3765-46ef-415a-a630-d36a4747924a&groupId=10172; stan na dzień 14.01.2014 r.

Prospekt Informacyjny Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego PZU. Warszawa, 9 maja 2013 r., http://www.pzu.pl/c/document_library/get_file?uuid=2a0125f5-52b9-4d7c-bdc8-7632c3977784&groupId=10172; stan na dzień 14.01.2014 r.

Statut Nordea Dobrowolnego Funduszu Emerytalnego. Tekst jednolity Statutu Nordea DFE, uwzględniający zmiany wprowadzone przez NWZ Nordea PTE SA dnia 29 kwietnia 2013 r., http://www.nordeapolska.pl/wp-content/uploads/2013/07/STATUT_NORDEA_DFE_01_07_2013.pdf; stan na dzień 14.01.2014 r.

Adam SAMBORSKI

**CORPORATE GOVERNANCE IN PENSION FUNDS:
EXAMPLE OF VOLUNTARY PENSION FUNDS**

(Summary)

In pension sector, many regulations aimed at maximizing the interests of pension plans members and their beneficiaries, were introduced. Despite this, pension institutions are faced with the same governance problems as modern corporations. The basic problems arise from delegation of decision making powers and creation of agency relationships. The primary objective of pension fund governance is to minimize the potential agency problems or conflicts of interest arising between the pension fund stakeholders and its managing body. Problems, that may affect the safety of retirement savings and pension liabilities. This article attempts to identify the problems faced by governance in voluntary pension funds managed by general pension societies in Poland.

Keywords: pension fund governance, voluntary pension fund, agency relationship, general pension society

Agnieszka SŁOMKA-GOŁĘBIEWSKA*
Kinga KRYSTIAŃCZUK**

GŁOSOWANIE NA WALNYCH ZGROMADZENIACH AKCJONARIUSZY JAKO INSTRUMENT ŁADU KORPORACYJNEGO W RĘKACH OFE: ANALIZA PRZYPADKU AVIVA OFE

Słowa kluczowe: aktywizm korporacyjny, inwestorzy instytucjonalni, głosowanie na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy

1. Wstęp

Aktywność inwestorów instytucjonalnych w obszarze ładu korporacyjnego stała się na nowo przedmiotem zainteresowania badaczy za sprawą kryzysu finansowego z lat 2007–2008. Raport opracowany przez OECD wskazał na niedostatecznie aktywnych inwestorów instytucjonalnych, którzy, kontrolując znaczącą część akcji spółek publicznych, nie angażowali się w nadzór nad nimi, obok wygórowanych wynagrodzeń kadry zarządzającej banków, zachęcających do ponoszenia nadmiernego ryzyka oraz nieskutecznych rad, jako na istotne czynniki kryzysogenne¹.

W Polsce również odnotowano w ostatnich kilkunastu latach znaczący wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek giełdowych. Wśród nich poczesne miejsce zajmują prywatne fundusze emerytalne (OFE), które są najczęściej ważnym inwestorem mniejszościowym spółek

* Dr, Katedra Międzynarodowych Studiów Porównawczych, Szkoła Główna Handlowa; e-mail: agnieszka.golebiowska@sgh.waw.pl

** Doktorantka w Katedrze Międzynarodowych Studiów Porównawczych, Szkoła Główna Handlowa; e-mail: kk39814@sgh.waw.pl

¹ OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, Paryż 2009, s. 7–11.

publicznych. Jest to niewątpliwa zasługa wdrożonej w roku 1999 reformy systemu emerytalnego, która wprowadziła do niego zasadę obowiązkowej składki zdefiniowanej. 14 otwartych funduszy emerytalnych zarządzało w roku 2013 ponad 290 miliardami PLN. Ich zaangażowanie w akcjonariat spółek publicznych, wynoszące w roku 2013 42% całości aktywów², jest stabilne w długim okresie. Fundusze emerytalne charakteryzuje dłuższy horyzont inwestycyjny niż w przypadku innych inwestorów instytucjonalnych. W efekcie, ich bodźce do aktywnego śledzenia działań spółek portfelowych są najsilniejsze³.

Celem niniejszego opracowania jest sprawdzenie, czy fundusze emerytalne w Polsce angażują się w aktywny nadzór nad spółkami portfelowymi, korzystając z prawa głosu na walnych zgromadzeniach. W literaturze przedmiotu jest on uważany za najważniejszy instrument w rękach akcjonariuszy, dyscyplinujący kadrę menedżerską spółek. Za jego pośrednictwem akcjonariusze wydają opinie o: opracowanej przez menedżerów strategii, strukturze kapitałowej, polityce wypłacania dywidendy, nominacjach na członków do rady nadzorczej, przejęciach oraz wielkościach i strukturze wynagrodzeń członków zarządu, w szczególności planów opcyjnych. Wedle zaleceń Unii Europejskiej, korzystanie z prawa głosu na walnych zgromadzeniach jest głównym narzędziem niedopuszczającym do naruszania praw mniejszości przez akcjonariusza większościowego⁴.

Opracowanie, poprzedzone wstępem, rozpoczęto omówieniem wyników dotychczasowych badań empirycznych, traktujących udział w głosowaniu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy jako mechanizm ładu korporacyjnego. W punkcie trzecim zaprezentowano najważniejsze hipotezy badawcze oraz opisano metodę badania i próbę badawczą. Rezultaty analiz oraz dyskusja nad nimi zawarte są w czwartym punkcie. Opracowanie zakończono podsumowaniem.

² KNF, Dane z raportów finansowych OFE i PTE, 31.12.2012 r. Do 1 maja 2011 roku fundusze emerytalne mogły inwestować w akcje maksymalnie do 40%. Nowelizacja ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z marca 2011 r. zwiększyła limity lokat funduszu emerytalnego w akcje, który ma rosnać stopniowo co rok o 2,5 punktu proc. do 2014 roku, a następnie co 2 punkty proc. do 2034 roku. W 2012 roku maksymalny stopień zaangażowania funduszu emerytalnego w akcje wynosił 45%, a w roku 2013 – 47,5%.

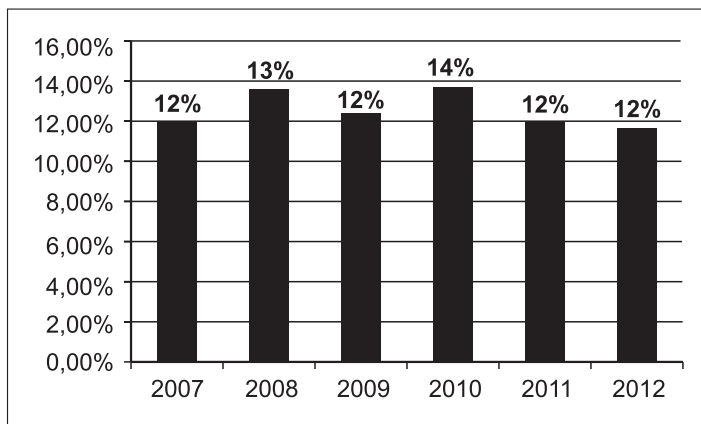
³ **M. Becht, J. Franks, C. Mayer, S. Rossi**, *Returns to Shareholder Activism Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund*, ECGI – Finance Working Paper 2006, s. 3095–3129.

⁴ Komisja Europejska, *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study, legal study for each jurisdiction commissioned by the European Commission from Shearman & Sterling LLP*, Belgia 2007, s. 21.

2. Korzystanie z prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy jako mechanizm ładu korporacyjnego (przeгляд badań)

Otwarte fundusze emerytalne mają najwyższy wśród inwestorów instytucjonalnych udział w obrotach na warszawskim parkiecie (por. wykr. 1). Ponadto, udział funduszy w kapitalizacji giełdy ciągle rośnie i w roku 2012 wynosił 13%. W większości przypadków ich pakiety akcji są nienotyfikowalne tzn. mniejsze niż 5% kapitalizacji spółki. Akcyjny portfel niektórych funduszy – OFE Pocztylion, OFE Warta, Pekao OFE, OFE Polsat – składał się wyłącznie z akcji stanowiących mniej niż 5% kapitału spółki. Aviva OFE, jako jeden z nielicznych funduszy, angażował swój kapitał nawet do 18% wartości akcji danej spółki (Grupa Kęty), przy średnim poziomie wynoszącym od 1% do 3% posiadanego.

WYKRES 1: *Udział OFE w obrotach sesyjnych na GPW (%)*



Źródło: oprac. własne na podstawie danych GPW.

Rosnący udział OFE, zarówno w obrotach giełdowych, jak i w kapitalizacji giełdy, zdaniem wielu badaczy, powinien zaowocować zaangażowaniem funduszy w aktywny nadzór nad spółkami z ich portfela, aby zapewnić sobie jak najwyższy zwrot z inwestycji. Mimo to w Polsce aktywność funduszy emerytalnych w obszarze ładu korporacyjnego – w formie udziału w głosowaniach na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych – nie była jeszcze badana.

Zagadnienie to jest stosunkowo słabo rozpoznane w literaturze empirycznej, a wyniki badań są niejednoznaczne.

S. Wahal⁵ pokazuje, w oparciu o dane o dziewięciu największych amerykańskich publicznych funduszach emerytalnych, że przedkładanie przez nie projektów uchwał na walne zgromadzenie nie jest związane z lepszymi wynikami spółki czy jej większą wartością dla akcjonariuszy. Podobne wnioski płyną z analiz empirycznych przeprowadzonych przez D. Del Guercio i J. Hawkins⁶ na podstawie danych z pięciu publicznych funduszy emerytalnych. W badaniu uwzględniającym okres 1987–1993 zweryfikowano propozycje uchwał zgłaszanych przez przedstawicieli funduszy na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. Jak pokazują zebrane dane, w dłuższym okresie działalność funduszy nie znajduje odzwierciedlenia w wyższej stopie zwrotu wypracowywanej przez fundusz ani też nie zwiększa wartości spółki z punktu widzenia akcjonariuszy.

S. Choi i J. Fish⁷, którzy analizowali przypadek największego funduszu publicznego CalPERS, pokazują, że fundusze emerytalne na przestrzeni ostatnich lat o wiele chętniej angażują się w działania z zakresu ładu korporacyjnego. Jako najbardziej skuteczne narzędzie uznają możliwość zabierania głosu na zgromadzeniach akcjonariuszy.

Z kolei Ch. Mallin⁸ przyjrzała się dwóm największym brytyjskim funduszom emerytalnym oraz ich zaangażowaniu w ład korporacyjny w spółkach, w których posiadają swoje udziały. Najczęściej aktywność funduszy dotyczyła pozycji związanych z odwołaniem i wyborem nowych członków rad dyrektorów, ustalenia wysokości ich wynagrodzenia oraz decyzji związanych ze zmianami struktury własnościowej. Wniosek płynący z badania jednoznacznie wskazuje, że prawo do głosowania na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy to najważniejsze i najbardziej skuteczne narzędzie inwestorów mniejszościowych do ochrony swoich interesów.

⁵ S. Wahal, *Public Pension Fund Activism and Firm Performance*, Arizona State University, Arizona 2007.

⁶ D. Del Guercio, J. Hawkins, *The Motivation and Impact of Pension Fund Activism*, *Journal of Financial Economics* 1994/52, s. 293–340.

⁷ S.J. Choi, J.E. Fisch, *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, *Vanderbilt Law Review* 2008/61/2, s. 315–354.

⁸ Ch. Mallin, *Institutional and Other Shareholders*, [w:] K. Baker, R. Anderson, *Corporate governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice, Kolb Series in Finance*, Wiley 2010, s. 391–408.

Badanie nad działalnością funduszy emerytalnych prowadzili także U. von Arx i A. Schafer⁹. W swoich rozważaniach wskazują, że rola funduszy emerytalnych na przestrzeni ostatnich lat znacznie wzrosła, ponieważ fundusze inwestują coraz więcej środków w spółki akcyjne, w większości stając się ich udziałowcami mniejszościowymi. Niejednokrotnie nie dysponują odpowiednimi narzędziami pozwalającymi na skuteczny nadzór i kontrolowanie tego, co dzieje się w spółce. Jak wynika z analizy, aby zapewnić sobie zyski na satysfakcjonującym poziomie, akcjonariusze powinni zacząć współpracować i wspólnie egzekwować od kadry zarządzającej spółki konkretne decyzje i postanowienia. Jedynie dzięki zwiększeniu liczby posiadanych głosów na walnym zgromadzeniu są w stanie przeforsować własne postulaty.

3. Hipotezy, metoda badania i opis próby

Udział w głosowaniu na walnym zgromadzeniu określa się w literaturze przedmiotu¹⁰ jako główną formę aktywności akcjonariuszy w obszarze ładu korporacyjnego. Ma ona charakter bezpośredni, w odróżnieniu od pośrednich form zaangażowania, które polegają na przykład na zapewnieniu udziału w pracach rady nadzorczej niezależnym członkom, dbającym o interesy spółki i wszystkich akcjonariuszy.

Prawo do głosowania jest podstawowym przywilejem wynikającym z posiadania akcji spółki i fundamentalnym elementem kontroli nad nią. Cześć akcjonariuszy bierze bezpośredni udział w głosowaniach, część głosuje za pośrednictwem pełnomocnika. W wielu krajach wysokorozwiniętych widoczny jest trend coraz częstszego korzystania przez inwestorów instytucjonalnych z prawa do głosowania na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych. Najczęściej z tego instrumentu ładu korporacyjnego korzystają akcjonariusze w Stanach Zjednoczonych.

Wydaje się, że zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy emerytalnych, w ład korporacyjny spółek portfelowych powinno się zwiększać także w Polsce, gdyż walne zgromadzenie akcjonariuszy jako organ spółki akcyjnej ma tu większe uprawnienia – podobnie jak

⁹ U. von Arx, A. Schafer, *The Influence of Pension Funds on Corporate Governance*, CER-ETH Center of Economic Research at ETH Zurich 2007/7/63.

¹⁰ Ch. Mallin, *Institutional...*, s. 391–408.

w niektórych krajach europejskich takich jak: Wielka Brytania, Francja oraz Włochy – niż w Stanach Zjednoczonych. Korzystanie z prawa głosu na walnych zgromadzeniach pozwala na wywieranie ograniczonego wpływu na takie sprawy spółki jak: podział zysku, zmiany statutu spółki, akceptacja fuzji czy sprzedaż aktywów trwałych. W Stanach Zjednoczonych takie decyzje podejmowane są przez radę dyrektorów i nie stanowią przedmiotu głosowania na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy.

Wedle zaleceń Unii Europejskiej, korzystanie z prawa głosu na walnych zgromadzeniach jest głównym narzędziem niedopuszczającym do naruszania praw mniejszości przez akcjonariusza większościowego. A ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych stanowi jedno z najistotniejszych wyzwań ładu korporacyjnego w Polsce. Liczne zmiany prawne wprowadzone w Kodeksie spółek handlowych w roku 2009 sprawiły, że inwestorzy instytucjonalni mogą być bardziej skłonni do korzystania z prawa głosu. Dzięki zmianom prawnym, ułatwiającym korzystanie z prawa głosu, fundusze emerytalne nie muszą wybierać pomiędzy płynnością ich środków lokowanych w akcjach spółek a kontrolą nad nimi.

W niniejszym badaniu podjęto próbę przeanalizowania, czy prywatne fundusze emerytalne (OFE) angażują się w ład korporacyjny spółek portfelowych poprzez udział w głosowaniu na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. W szczególności, zostanie sprawdzona hipoteza, że fundusze emerytalne wstrzymują się od głosu lub głosują przeciwko uchwałom w sprawach mogących naruszyć prawa akcjonariuszy mniejszościowych. Zostanie również ocenione, czy na skutek nowelizacji KSH z roku 2009, wzmacniającej pozycję akcjonariuszy mniejszościowych, zmienił się sposób głosowania kwestii związanych z ładem korporacyjnym na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych w roku 2012.

W badaniu wykorzystano dane Powszechnego Towarzystwa Emerytalnego Aviva, zarządzającego funduszem Aviva OFE. Jest to jeden z największych, obok OFE ING, funduszy emerytalnych w Polsce, z aktywami rzędu 66 710 mln PLN w roku 2013. Daje to udział w całym rynku OFE na poziomie ponad 15%¹¹.

W analizie przebadano wszystkie 209 sprawozdań z walnych zgromadzeń akcjonariuszy spółek z portfela Aviva OFE z roku 2007 i z roku 2012. Dokonano podziału uchwał, nad którymi głosował przedstawiciel Aviva OFE, na 17 kategorii (zob. zał. 1). Zgodnie z Rozporządzeniem Rady Ministrów z 5 kwietnia

¹¹ KNF, Dane z raportów finansowych OFE i PTE, 31.12.2012 r.

2005 r. w sprawie obowiązków informacyjnych funduszy emerytalnych¹², są one zobligowane do publikacji na stronie internetowej wykazu głosowań na walnych zgromadzeniach, w których brały udział w roku poprzedzającym. Wykaz taki musi zostać opublikowany najpóźniej do końca czerwca każdego roku. Fundusze emerytalne muszą podać informacje o sposobie głosowania w sprawie wszelkich uchwał dotyczących organów spółki, jej organizacji, a także jej sytuacji majątkowej.

Dane zostały zgromadzone za dwa okresy. Pierwszy, obejmujący rok 2007, wybrano ze względu na dobrą koniunkturę gospodarczą. We wszystkich kwartałach tempo wzrostu PKB w Polsce kształtowało się w przedziale 6,5%–7,5%, co daje przeciętny wynik na poziomie 6,7%. Nie gorzej wyglądała sytuacja na polskim rynku finansowym, indeks WIG odnotował rekordowy wynik w swojej historii, osiągając 7 lipca 2007 r. poziom 67 568,51 pkt.

Drugi okres – rok 2012 – został uwzględniony w badaniu, ponieważ odzwierciedlał nastroje rynkowe po kryzysie finansowym. W 2012 roku tempo wzrostu PKB w Polsce kształtowało się we wszystkich kwartałach między 1% a 3,5%, co daje średnią na poziomie 2%. Nieporównywalnie gorzej, w zestawieniu z 2007 rokiem, wypadł także WIG z rekordem 47 429,69 pkt. W konsekwencji zestawienie tych dwóch, tak odmiennych od siebie, lat stawia kolejne pytanie: czy fundusze emerytalne, mając w pamięci ostatni kryzys finansowy, ostrożniej i dogłębniej przyglądały się działaniom spółek portfelowych w roku 2012.

4. Wyniki badań empirycznych

W roku 2007 Aviva OFE posiadał udziały w 94 spółkach publicznych. W 3 spółkach był jednym z największych akcjonariuszy, ale w żadnej z nich udział funduszu nie przekraczał 12% akcji, a przez to nie mógł on samodzielnie wpływać na decyzje spółki. W roku 2012 w portfelu Aviva OFE znalazło się 141 spółek. W 6 spółkach fundusz był jednym z największych akcjonariuszy, mimo że w żadnej z nich nie miał statusu mniejszości blokującej, która pozwalałaby mu przeciwstawić się decyzjom spółki wymagającym kwalifikowanej większości.

¹² Rozporządzenie Rady Ministrów z 5 kwietnia 2005 r. w sprawie obowiązków informacyjnych funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2011 r, Nr 284, poz. 1670).

Aviva OFE skorzystał z prawa głosu w 46 spółkach portfelowych, głosując nad 980 uchwałami. W przytłaczającej większości (86% uchwał) przedstawiciele funduszu głosowali zgodnie z kierunkiem wskazanym przez zarządy spółek. W przypadku 12% uchwał fundusz wstrzymał się od głosu. Bardzo rzadko decydował się głosować przeciwko uchwałom przedłożonym na walne zgromadzenie – 2%. W roku 2012 liczba uchwał, do głosowania nad którymi przystąpili przedstawiciele Aviva OFE na walnych zgromadzeniach w 101 spółkach, wzrosła dwukrotnie – do 1822. Głosy rozkładały się jednak podobnie (por. tab. 1). Nadal przytłaczająca większość (89%) uchwał głosowanych na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych została poparta przez Aviva OFE. Zwiększył się niemal dwukrotnie odsetek uchwał, przeciwko którym opowiedział się fundusz (3,5%). Zmniejszył się za to procentowy udział uchwał, od głosowania nad którymi wstrzymali się przedstawiciele PTE Aviva (7,5%). Oznacza to, że w roku 2007 fundusz częściej nie zgadzał się z treścią postanowień przedłożonych na walne zgromadzenie, głosując przeciwko lub wstrzymując się od głosu.

TABELA 1: Wyniki głosowań na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy spółek portfelowych Aviva OFE w roku 2007 i w roku 2012

	Suma	Z	P	W	Suma	Z	P	W
	2007				2012			
I	107	107	0	0	216	212	0	4
II	433	422	0	11	724	690	2	32
III	41	37	1	3	76	69	4	3
IV	10	7	0	3	10	9	0	1
V	98	38	4	56	300	203	18	79
VI	11	5	4	2	35	23	10	2
VII	75	62	5	8	91	77	11	3
VIII	0	0	0	0	1	1	0	0
IX	10	4	1	5	39	30	7	2
X	1	0	0	0	0	0	0	0
XI	6	0	1	5	7	2	2	3
XII	1	1	0	0	0	0	0	0
XIII	0	0	0	0	1	1	0	0
XIV	6	3	0	3	5	4	0	1
XV	0	0	0	0	3	3	0	0
XVI	0	0	0	0	6	5	1	0
XVII	181	155	3	23	308	295	8	5
Suma	980	841	19	120	1822	1624	63	135

Objaśnienia: **Z** – głosowanie za, **P** – głosowanie przeciwko, **W** – wstrzymanie się od głosu. Poszczególne kategorie uchwał oznaczone cyframi I–XVII są wyszczególnione w zał. 1.

Źródło: oprac. własne na podstawie sprawozdań z walnych zgromadzeń spółek z portfela Aviva OFE, <http://www.aviva.pl/otwarty-fundusz-emerytalny.html>; stan na dzień 31.12.2013 r.

Najwięcej uchwał (jak wskazuje tab. 1), bo aż 44% w 2007 roku i 40% w roku 2012, dotyczyło udzielenia absolutorium członkom organów spółki z wykonania przez nich obowiązków. Kolejne miejsce zajmowała kategoria uchwał – sprawy pozostałe, odnoszące się do kwestii porządkowych, takich jak: wybór przewodniczącego walnego zgromadzenia, ustalenie porządku obrad, wybór Komisji Skrutacyjnej czy zatwierdzenie porządku obrad. Udział tych głosowań niemal się nie zmienił w roku 2012 w porównaniu z rokiem 2007. Podobnie jak udział głosowań dotyczących uchwał o rozpatrzeniu i zatwierdzeniu sprawozdań zarządu z działalności spółki oraz sprawozdań finansowych za ubiegły rok obrotowy, które stanowiły około jednej dziesiątej wszystkich uchwał głosowanych przez Aviva OFE w obu okresach.

Najbardziej wzrosła liczba uchwał nad wyborem lub odwołaniem członków rad nadzorczych lub członków zarządów spółek – z 10% w 2007 do 17% w 2012 roku. W ciągu zbadanych pięciu lat zmniejszył się udział z 7% do 5% kategorii dotyczącej zmian w statucie spółki. Na niezmienionym poziomie pozostał odsetek głosowań dotyczących powzięcia uchwały o podziale zysku lub o pokryciu straty. W okresie pięciu lat dwa razy wzrosła liczba uchwał, nad którymi głosował fundusz w sprawie wynagrodzeń przyznanych członkom organów spółek. Z kolei odsetek uchwał odnoszących się do wypłaty dywidendy pomniejszył się dwa razy. Nowe kategorie, nad którymi nie głosowano w 2007 roku, ale rozpatrywano je w roku 2012, dotyczyły emisji obligacji, rozwiązania i likwidacji spółki, podziału spółki, zawarcia umowy między spółką dominującą a spółką zależną, przewidującej zarządzanie spółką zależną lub przekazywanie zysku przez taką spółkę, o której mowa w art. 7 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych. Natomiast kategorie, które występowały w 2012 roku, a nie głosowano nad nimi w 2007, dotyczyły zbycia i wydzierżawienia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienia na nich ograniczonego prawa rzeczowego oraz dalszego istnienia spółki powzięte w trybie art. 397 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2001 r., Nr 94, poz. 1037; Nr 102, poz. 1117 oraz z 2003 r., Nr 49, poz. 408 i Nr 229, poz. 2276).

Przeprowadzone analizy sprawozdań z walnych zgromadzeń spółek portfelowych Aviva OFE pokazują, że najwięcej głosów przeciwnych zebrały uchwały dotyczące wynagrodzeń członków zarządu lub rady nadzorczej – zarówno w roku 2007, jak w 2012. Takie stanowisko odnosiło się do około jednej trzeciej uchwał z tej kategorii. Co ciekawe, częściej głosowali przeciwko poli-

tyce wynagradzania członków organów spółki w roku 2007 niż w roku 2012. A jeśli przyjąć, że wstrzymanie się od głosu oznacza również brak aprobaty akcjonariusza dla rozpatrywanej sprawy na walnym zgromadzeniu, to w roku 2007 ponad 50% uchwał dotyczących uposażenia członków zarządu lub rady nadzorczej nie uzyskało jej od Aviva OFE. W roku 2012 było to 34%. Może to wskazywać, że w okresie kryzysu finansowego polityka wynagradzania członków organów spółek jest zwykle dużo bardziej konserwatywna, a przez to rzadziej jest oprostowywana przez akcjonariuszy.

Największy sprzeciw Aviva OFE, jeśli skumulować głosy przeciw i głosy wstrzymujące się, budziły uchwały dotyczące nabycia i zbycia nieruchomości, użytkowania wieczystego lub udziału w nieruchomości. W roku 2007 fundusz nie zaaprobował ani jednej, a w roku 2012 aż 71,5% nie zyskało jego akceptacji. Niewielką akceptację ze strony Aviva OFE uzyskiwały uchwały spółek dotyczące podniesienia lub obniżenia kapitału zakładowego i umorzenia akcji. W 2007 roku 60% takich spraw nie zostało popartych przez fundusz, a w roku 2012 – już tylko 23%.

Stosunek Aviva OFE do uchwał dotyczących zmiany statutu spółki w zasadzie się nie zmienił. W obu okresach 16% uchwał w tej sprawie nie znalazło akceptacji przedstawicieli funduszu. Sprzeciw ten był tylko bardziej radykalnie wyrażany w roku 2012, poprzez relatywny wzrost udziału głosów przeciwko uchwale w porównaniu z głosami wstrzymującymi się. Po dogłębnym zbadaniu oprostowanych uchwał, okazuje się, że dotyczyły one zmiany zasad w przedmiocie działalności spółki, emisji oraz umarzenia i nabywania akcji, obowiązków rady nadzorczej oraz kapitału zakładowego.

Podobnie rzadko, zarówno w roku 2007, jak i w roku 2012, fundusz głosował przeciwko sprawom dotyczącym wyboru lub odwołania członków rad nadzorczych lub członków zarządu spółki (odpowiednio: 4% i 6% uchwał). W sprawach personalnych przedkładał strategię głosowania wstrzymującego się. W ten sposób potraktował 57% uchwał w roku 2007, a w roku 2012 już tylko 26%. Może to oznaczać, że do organów spółek były powoływane częściej osoby, które cieszyły się zaufaniem rynku kapitałowego.

Uchwały dotyczące podziału zysku lub pokrycia straty oraz pozostałych spraw budziły dużo mniejsze wątpliwości Aviva OFE, gdyż odsetek uchwał, przeciwko którym głosował fundusz lub oddał głos wstrzymujący się, był mniejszy niż 10%. Przy czym w roku 2012 Aviva OFE głosował dwa razy częściej przeciwko uchwałom o podziale zysku lub pokryciu straty niż w roku 2007.

Pozostałe kategorie uchwał nigdy nie stanowiły istotnego problemu dla Aviva OFE, gdyż fundusz nie zagłosował przeciwko. Jedyny wyjątek stanowią sprawy dotyczące transakcji z podmiotami powiązаныmi, a dokładniej ze spółką dominującą. Ta kategoria uchwał (3 uchwały) pojawiła się na walnych zgromadzeniach dopiero w 2012 roku i w jednej spółce (Kruk) fundusz zagłosował przeciwko niej. Biorąc pod uwagę silnie skoncentrowaną strukturę spółek notowanych na giełdzie w Warszawie, zaskoczeniem jest niewielka liczba uchwał dotyczących transakcji z podmiotami powiązаныmi.

W kilku kategoriach uchwał, dotyczących takich spraw jak: udzielenie absolutorium członkom organów spółki z wykonania przez nich obowiązków, wypłaty dywidendy czy łączenie się spółek, Aviva OFE wykorzystywał strategię wstrzymywania się od głosu. Stosował ją najczęściej w roku 2007 w przypadku łączenia się spółek (50% uchwał) oraz wypłaty dywidendy (30% uchwał). Natomiast w roku 2012 odsetek ten zmalał odpowiednio do 30% oraz 10%. W roku 2012 podwoił się odsetek uchwał dotyczących udzielenia absolutorium członkom organów spółki z wykonania przez nich obowiązków, od głosowania nad którymi wstrzymał się fundusz. Sytuacja ta miała miejsce w dwóch spółkach z udziałem Skarbu Państwa, w dwóch spółkach z udziałem zagranicznego inwestora branżowego oraz jednej, w której większościowy pakiet akcji jest w ręku funduszy inwestycyjnych.

Wydaje się, że Aviva OFE angażuje się w ładu korporacyjny poprzez udział w głosowanych na walnym zgromadzeniu w sprawy, które mogą naruszać jego interesy jako akcjonariusza. Dlatego sposób wynagradzania kadry zarządzającej czy zbycie nieruchomości najczęściej napotykały na opór funduszu, wyrażany w głosowaniach na walnych zgromadzeniach. Ponadto, kwestie majątkowe, podejmowane na walnych zgromadzeniach, budziły największe obawy Aviva OFE. W roku 2007 ponad 60% uchwał nie zyskało poparcia funduszu, który głosował przeciwko lub częściej wstrzymywał się od głosu. W roku 2012 odsetek nieakceptowanych uchwał spadł do około 40%. Druga kategoria uchwał przedkładanych na walne zgromadzenie przez zarząd, które również rzadko akceptował Aviva OFE, dotyczyła zmian w strukturze kapitałowej spółki (por. tab. 2).

TABELA 2: *Udział (%) poszczególnych grup kategorii uchwał w ogólnej liczbie wszystkich uchwał głosowanych przez Aviva OFE na walnych zgromadzeniach spółek portfelowych w roku 2007 i w roku 2012*

Uchwały dot. spraw:	2007			2012		
	Z	P	W	Z	P	W
finansowych	95,57%	0,63%	3,80%	96,03%	1,32%	2,65%
personalnych	85,79%	1,48%	12,73%	86,50%	2,83%	10,67%
majątkowych	28,57%	7,14%	57,14%	62,50%	12,50%	25,00%
kapitału	40,00%	10,00%	50,00%	77,50%	17,50%	5,00%
statutowych	82,67%	6,67%	10,67%	84,62%	12,09%	3,30%

O b j a ś n i e n i a: **Z** – głosowanie za, **P** – głosowanie przeciwko, **W** – wstrzymanie się od głosu. Kategorie uchwał zostały pogrupowane następująco: finansowe – I, III, IV; personalne – II, V; VI; majątkowe – X–XV; dotyczące kapitału – VIII i IX; statutowe – VII.

Ź r ó d ł o: oprac. własne na podst. sprawozdań finansowych Aviva OFE, <http://www.aviva.pl/otwarty-fundusz-emerytalny.html>; stan na dzień 31.12.2013 r.

W kwestiach personalnych, istotnych z punktu widzenia akcjonariuszy, takich jak: wybór lub odwołanie członków rad nadzorczych czy udzielenie absolutorium członkom organów spółki z wykonania przez nich obowiązków, w zasadzie fundusz głosował zgodnie z zarządem. A zdanie odrębne prezentował raczej przyjmując strategię wstrzymywania się od głosu (por. tab. 2). Wydaje się to niespójne ze Standardami Ładu Korporacyjnego Aviva OFE, gdzie mianowanie i wybór członków rad nadzorczych oraz wyrażanie opinii na temat rady nadzorczej i zarządu poprzez udzielanie absolutorium, obok emisji dodatkowych akcji, niestandardowych transakcji, traktowane są jako kluczowe decyzje podejmowane przez walne zgromadzenie, w podejmowaniu których fundusz deklaruje chęć aktywnego udziału.

Zastanawiające jest również to, że sprawy finansowe nie budziły obiekcyj Aviva OFE. Większość uchwał, zarówno w roku 2007, jak i w roku 2012, przedłożonych przez zarządy spółek portfelowych znajdowało akceptację funduszu (por. tab. 2). Niecałe 2% uchwał dotyczących rozpatrzenia i zatwierdzenia sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok obrotowy, jedynie w roku 2012 natrafiło na brak poparcia funduszu, który wstrzymał się od głosu. Głosował on również w większości spółek portfelowych za uchwałami o podziale zysku i pokryciu straty. Jedy-

nie w przypadku uchwał o wypłacie dywidendy wyrażał swój brak aprobaty poprzez wstrzymywanie się od głosu.

Na podstawie przeprowadzanych analiz można stwierdzić, że przedstawiciele Aviva OFE znacznie rzadziej w roku 2012, w stosunku do roku 2007, głosowali niezgodnie z propozycjami przedstawionymi w uchwałach przez zarządy spółek portfelowych. Przy czym w roku 2012, w porównaniu do roku 2007, jeśli nie akceptowali propozycji zarządu spółki, to głosowali częściej przeciwko niż wstrzymywali się od głosu.

5. Zakończenie

Jeden z wniosków z kryzysu finansowego lat 2007–2009 głosi, że inwestorzy instytucjonalni, których udział w akcjonariacie spółek istotnie wzrósł w ostatnich kilkunastu latach, powinni angażować się w ład korporacyjny spółek portfelowych. Mają bowiem do dyspozycji ważny instrument ładu korporacyjnego – prawo do głosu na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. Dzięki niemu mają możliwość wydawania opinii o wielu decyzjach podejmowanych przez zarządy spółek, którymi mogą zasugerować się i najczęściej to czynią inni uczestnicy rynku kapitałowego. Dlatego korzystanie z prawa głosu na walnych zgromadzeniach jest głównym narzędziem niedopuszczającym do naruszania praw mniejszości w spółce.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że Aviva OFE angażuje się w ład korporacyjny poprzez udział w głosowanych na walnym zgromadzeniu, oprotestowując uchwały, które ewidentnie mogą naruszać jego interesy akcjonariusza, np. uchwały dotyczące systemu wynagradzania zarządów spółek portfelowych oraz spraw majątkowych. Zaskoczenie budzi, że fundusz w większości przypadków głosuje zgodnie z zarządem w kwestiach personalnych czy sprawach finansowych, np. podziału zysku czy pokrycia starty, mimo że w swoich Standardach Ładu Korporacyjnego deklaruje chęć skutecznego udziału w mianowaniu i wyborze członków rad nadzorczych.

Znikoma liczba uchwał dotyczących transakcji z podmiotami powiązanymi może świadczyć o naruszaniu praw akcjonariuszy mniejszościowych, którzy powinni mieć możliwość wyrażania opinii na ten temat, zwłaszcza w silnie skoncentrowanej strukturze akcjonariatu w Polsce.

Bibliografia

Akty prawne:

Rozporządzenie Rady Ministrów z 5 kwietnia 2005 r. w sprawie obowiązków informacyjnych funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2011 r., Nr 284, poz. 1670).

Opracowania:

Arx U. von, Schafer A., *The Influence of Pension Funds on Corporate Governance*, CER-ETH Center of Economic Research at ETH Zurich 2007/7/63.

Becht M., Franks J., Mayer C., Rossi S., *Returns to Shareholder Activism Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund*, ECGI – Finance Working Paper 2006.

Bethel J., Gillian S., *The Impact of the Institutional and Regulatory Environment on Shareholder Voting*, Financial Management 2002/31(4).

Choi S.J., Fisch J.E., *On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance*, Vanderbilt Law Review 2008.

Cziraki P., Renneboog L., Szilagyi P., *Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective*, European Financial Management 2010/16/5.

Del Guerio D., Hawkins J., *The Motivation and Impact of Pension Fund Activism*, Journal of Financial Economics 1998/52.

Gillan S., Starks L., *Institutional investors, corporate ownership, and corporate governance: global perspectives*, UNU, World Institute for Development Economics, Helsinki 2002.

Mallin Ch., *Institutional and Other Shareholders*, [w:] Baker K., Anderson R., *Corporate governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Kolb Series in Finance, Wiley 2010.

Nelson J., *The CalPERS Effect Revisited Again*, Journal of Corporate Finance 2006/12.

OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, Paris 2009.

Smith M., *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, Journal of Finance 1996/51.

Wahal S., *Public Pension Fund Activism and Firm Performance*, Arizona State University, Arizona 2007.

Dokumenty:

Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (obowiązują od 1.01.2013 r.).

Komisja Europejska, *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study, legal study for each jurisdiction commissioned by the European Commission from Shearman & Sterling LLP, Belgia 2007.*

KNF, Dane z raportów finansowych OFE i PTE, 31.12.2012 r.

Załącznik 1

- I. Dotyczy rozpatrzenia i zatwierdzenia sprawozdania zarządu z działalności spółki oraz sprawozdania finansowego za ubiegły rok obrotowy.
- II. Dotyczy udzielenia absolutorium członkom organów spółki z wykonania przez nich obowiązków.
- III. Dotyczy powzięcia uchwały o podziale zysku lub o pokryciu straty.
- IV. Dotyczy wypłaty dywidendy.
- V. Dotyczy wyboru lub odwołania członków rad nadzorczych lub członków zarządu spółki.
- VI. Dotyczy wszelkich przyznanych wynagrodzeń członkom rad nadzorczych lub członkom zarządu spółki.
- VII. Dotyczy zmiany statutu spółki.
- VIII. Dotyczy emisji obligacji.
- IX. Dotyczy podniesienia lub obniżenia kapitału zakładowego i umorzenia akcji.
- X. Dotyczy zbycia i wydzierżawienia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części oraz ustanowienia na nich ograniczonego prawa rzeczowego.
- XI. Dotyczy nabycia i zbycia nieruchomości użytkownia wieczystego lub udziału w nieruchomości.
- XII. Dotyczy dalszego istnienia spółki, powzięte w trybie art. 397 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2001 r., Nr 94, poz. 1037; Nr 102, poz. 1117 oraz z 2003 r., Nr 49, poz. 408 i Nr 229, poz. 2276).
- XIII. Dotyczy rozwiązania i likwidacji spółki.
- XIV. Dotyczy łączenia się spółek.
- XV. Dotyczy podziału spółki.
- XVI. Dotyczy zawarcia umowy między spółką dominującą a spółką zależną, przewidującej zarządzanie spółką zależną lub przekazywanie zysku przez taką spółkę, o której mowa w art. 7 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych.
- XVII. Dotyczy pozostałych spraw podnoszonych na głosowaniu.

Agnieszka SŁOMKA-GOŁĘBIEWSKA
Kinga KRYSTIAŃCZUK

PENSION FUNDS AND CORPORATE GOVERNANCE: THE CASE STUDY OF AVIVA OFE

(Summary)

The purpose of this study is to examine whether pension funds in Poland, as a significant shareholder of listed companies, usually a minority, engage in corporate governance using the right to vote at general meetings. In particular, it examines whether pension funds refrain from voting or voted against the resolutions on matters which violate their rights of minority shareholders. Also, the study makes an attempt to assess whether the recent legal changes have altered the nature of the pension funds' voting behavior. The analysis is based on data from

the reports on general meetings of portfolio companies published by Aviva OFE for 2007 and for 2012, when the fund took the vote on the 980 and the 1822 respectively. The research results show that Aviva OFE was involved in corporate governance through voting at the general meeting being against resolutions, which clearly violated the interests of the shareholder, such as related to the executive remuneration and property issues. It is interesting that in most cases the fund voted with management on personnel matters or financial matters such as distribution of profit or coverage starts, even though their Corporate Governance Standards declare their willingness to participate effectively in the nomination and appointment of supervisory boards members. There was almost none of the resolutions relating to transactions with related parties, which may indicate a violation of the rights of minority shareholders, who should be able to express an opinion on this subject especially in highly concentrated ownership structure of listed companies in Poland.

Keywords: shareholder activism, institutional investors, voting at the general meeting

Małgorzata STĘPIEŃ*

KOBIETY W ORGANACH STATUTOWYCH SPÓŁEK

Słowa kluczowe: równość płci, organy statutowe, spółka

Wstęp

W ostatnich czasach zachodzące przemiany społeczne jak i gospodarcze sprzyjały uzasadnieniu konieczności zwiększenia uczestnictwa kobiet w zarządzaniu. Jak pokazują liczne badania, kluczowe stanowiska w organach statutowych spółek zajmują mężczyźni. Wraz ze wzrostem aktywności kobiet na rynku pracy oraz w wyborze kariery zawodowej, coraz więcej reprezentantek płci żeńskiej powinno podejmować kluczowe decyzje w spółkach. Przyjmując założenie, że równomierne wykorzystanie potencjału całej populacji leży w interesie przedsiębiorców, konieczne jest dążenie do zapewnienia zrównoważonego udziału kobiet i mężczyzn w radach nadzorczych oraz zarządach spółek.

Problem nierównej liczby kobiet w stosunku do mężczyzn zajmujących stanowiska kierownicze w spółkach dotyka wiele państw, zarówno w Europie, jak i na świecie, bez względu na stan gospodarki czy też panujące równouprawnienie płci. Dążenie do zwiększenia liczby kobiet zasiadających w zarządach i radach spółek ma swoje uzasadnienie w licznych badaniach, wskazujących na korzyści, jakie wynikają chociażby z odmiennego stylu zarządzania.

Wraz z zaobserwowaniem większej liczby mężczyzn w obszarach związanych z zarządzaniem największymi spółkami na świecie, rozpoczęła się debata na temat obecności kobiet w zarządach i radach nadzorczych. Proponowane jest wdrożenie konkretnych rozwiązań, mających na celu zmniejszenie dyspro-

* Doktorantka w Katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach; e-mail: malgorzata.stepien@ue.katowice.pl

porcji poprzez wprowadzenie minimalnego udziału kobiet w organach statutowych spółki. Artykuł porusza problematykę niewystarczającej liczby kobiet w zarządach i radach spółek. Celem artykułu jest zaprezentowanie rozwiązań prawnych w zakresie równości płci, wprowadzonych przez niektóre państwa; przedstawienie argumentów za zwiększeniem udziału kobiet w organach nadzorczych oraz przedstawienie aktualnej sytuacji międzynarodowej dotyczącej obecności kobiet we władzach spółek.

1. Regulacje prawne w zakresie równości płci w radach nadzorczych

W 2011 roku Komisja Europejska opublikowała Zieloną Księgę – Unijne ramy ładu korporacyjnego¹, w której poruszono problem obowiązkowego zapewnienia większej równowagi płci w składzie rad, jak i postawiono pytanie, w jaki sposób to osiągnąć. W Księdze zaznaczono, iż w przedsiębiorstwach powinny być stosowane „działania na rzecz różnorodności” w taki sposób, by zwiększyć udział kobiet w radach nadzorczych. Może to być osiągnięte poprzez wprowadzenie parytetów bądź celów w zakresie pożądanej liczby kobiet. Działania na rzecz różnorodności zawarte w Księdze powinny także²:

- obejmować zapewnienie możliwości szkoleń dla kobiet przygotowujących się do objęcia stanowisk kierowniczych,
- „szczególnie sprzyjać” tworzeniu networkingu przez kobiety,
- obejmować mentoring ich rozwoju zawodowego.

Komisja Europejska już wcześniej promowała parytety dla kobiet. Przykładem może być przedstawiona Strategia na rzecz równości kobiet i mężczyzn 2010–2015³.

Pierwszym państwem w Europie, w którym zdecydowano się na prawne uregulowanie kwestii powoływania kobiet w skład rady jest Norwegia. W 2003 roku uchwalono prawo, które mówi o minimalnym udziale kobiet

¹ Zielona Księga z 5 kwietnia 2011 r.: Unijne Ramy Ładu Korporacyjnego. Sygnatura COM(2011) 164, http://www.for.org.pl/upload/File/CEP_analizy/corporategovernance.pdf; stan na dzień 5.10.2013 r.

² *Ibidem*.

³ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, *Strategia na rzecz równości kobiet i mężczyzn 2010–2015*, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0491:FIN:pl:PDF>; stan na dzień 6.11.2013 r.

w składzie rady w spółkach giełdowych, wynoszącym co najmniej 40%⁴. Doświadczenia norweskie były inspiracją dla innych krajów europejskich do wprowadzania określonego udziału kobiet w zarządach dla spółek spełniających określone kryteria związane z liczbą pracowników oraz wielkością kapitału, jak i dla spółek państwowych oraz komunalnych. W Hiszpanii prawo to zostało uchwalone w 2007 roku z okresem przejściowym do 2015 roku, zaś we Francji w 2011 roku, z okresem przejściowym do 2017 roku. Do podobnych regulacji prawnych doszło w: Holandii, Islandii, Malesji, Włoszech czy Belgii. Jednak nie we wszystkich tych krajach odnotowano spory wzrost obecności kobiet w organach spółek; w przypadku Włoch wzrost ten wyniósł jedynie 4%⁵. Natomiast Finlandia, Austria i Dania wprowadziły określony procentowo udział kobiet tylko w spółkach będących własnością państwa lub też w których państwo ma 50% udziałów⁶. Należy także zaznaczyć, że nie wszystkie państwa są zdecydowane na wprowadzenie ustawy o parytetach dla kobiet. Przykładem mogą tu być Niemcy, gdzie w 2013 roku zablokowano ustawę mającą na celu zwiększenie udziału kobiet w zarządach firm; kwestię płci regulują przepisy obejmujące reprezentację pracowników w organach spółek.

Analizy, jakie zostały zlecone przez rząd Wielkiej Brytanii wskazują, że gdyby udział procentowy kobiet w organach spółki wzrastał w dotychczasowym tempie, to pożądane rezultaty można by obserwować dopiero za 70 lat⁷, co byłoby wynikiem długotrwałej samoczynnej zmiany społecznej oraz zmiany świadomości społeczeństwa.

Warto przyjrzeć się reformie przeprowadzonej w Norwegii, dotyczącej spółek publicznych. Stała ona się wzorem do naśladowania dla innych krajów na całym świecie, choć przez niektórych była krytykowana. W Norwegii w 1993 roku udział kobiet w radach spółek publicznych wynosił ok. 3%, a o 16 latach, w 2008 roku, wyniósł ponad 40%, co dało najlepszy wynik na

⁴ A. Storvik, M. Teigen, *Women on Board. The Norwegian Experience*, Friedrich Ebert Stiftung 2010, s. 4.

⁵ Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów niewykonawczych spółek, których akcje są notowane na giełdzie i odnośnych środków, <http://www.infor.pl/dzienniki-unii-europejskiej,seria-C,rok,2013,nr,133.html>; stan na dzień 24.03.2014 r.

⁶ Working Paper *The Quota instrument: different approaches across Europe*, European Commission's Network to Promote Women in Decision-making in Politics and the Economy, 2011, s. 12.

⁷ M. Davis, *Women on boards*, luty 2011, <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/w/11-745-women-on-boards.pdf>; stan na dzień 15.12.2013 r.

świecie⁸. Prawo to było wprowadzane stopniowo, jednak rząd przygotowywał je już od lat 90. Organizacja pozarządowa Professional Board Forum, wspierająca wdrażanie reformy, dostarczała wielu narzędzi w formie szkoleń dla kobiet, członków rad oraz zarządów. E. Hurvenes, założyciel organizacji twierdzi, że bez interwencji państwa trzeba by było czekać 100 lat na samoczynne zwiększenie udziału kobiet w radach nadzorczych spółek giełdowych do 40%⁹.

Podmioty miały dwa lata na realizację planu. Po tym czasie okazało się, iż udział kobiet nie jest właściwy, w związku z czym rząd w miejsce rekomendacji wprowadził przepisy prawne, przewidujące liczne sankcje – początkowo upomnienie, następnie kara pieniężna, a w ostateczności rozwiązanie spółki¹⁰. Większość przedsiębiorstw sprostala wymogom postawionym przez rząd. Ponieważ zasada ta związana była wyłącznie z radami nadzorczymi, w Norwegii aktualnie dyskutuje się nad zwiększeniem zakresu działania przepisów o stosowaniu parytetu.

Reformy przeprowadzone w Norwegii mają swoich przeciwników, jak i zwolenników. Przeciwnicy uważają, że rząd wprowadził regulacje bez względu na opór ze strony świata biznesu. Zarzuca się także, że nie uwzględniono sytuacji panującej na rynku, realiów biznesowych, w związku z tym nie było czasu, by przygotować się do zmian. Nagle bowiem musiano zmienić skład organów statutowych spółek, przy braku liczebności kobiet z odpowiednim doświadczeniem zawodowym, co generowało dodatkowe koszty.

Badacze twierdzą, że wprowadzenie parytetów w innych krajach nie musi nieść ze sobą negatywnych skutków. Przede wszystkim dlatego, że zostały one zaplanowane z dużym wyprzedzeniem, jak i zostaną wprowadzone okresy przejściowe¹¹.

Przeprowadzane inicjatywy legislacyjne oraz zamierzenia Komisji Europejskiej, dotyczące wprowadzenia parytetów, mogą doprowadzić do istotnej reformy w prawie spółek giełdowych, mającej większy wpływ na ich działanie,

⁸ Równowaga płci w biznesie, http://ec.europa.eu/polska/news/130419_kwoty_pl.htm; stan na dzień 20.01.2014 r.

⁹ S. Reier, *In Europe, women finding more seats at the table*, The New York Times, 22 marca 2008 r., http://www.nytimes.com/2008/03/22/business/worldbusiness/22director.html?pagewanted=all&_r=0; stan na dzień 29.12.2013 r.

¹⁰ A. Storvik, M. Teigen, *Women...*, s. 8.

¹¹ K. Ahern, A. Dittmar, *The Changing of the Boards: The Impact of the Firm Valuation of Mandated Female Board Representation*, <http://webuser.bus.umich.edu/adittmar/NBD.SSRN.2011.05.20.pdf>; stan na dzień 10.11.2013 r.

niż wiele innych reform dotyczących spółek europejskich. Problem prawnego wymuszenia równowagi płci w radach spółek giełdowych musi być rozpatrywany nie tylko z perspektywy problemu dyskryminacji kobiet, ale także z uwzględnieniem analizy ekonomicznych skutków takich działań, jak i dopuszczalnego zakresu ingerencji prawa Unii w prawo krajowe oraz pracodawcy w autonomię woli jednostki (akcjonariuszy), w swobodę kształtowania sposobu prowadzenia przedsięwzięć gospodarczych. Istotna jest bowiem konfrontacja inicjatywy obowiązkowych parytetów płci na płaszczyźnie prawa prywatnego z zasadą subsydiarności i proporcjonalności¹².

Wprowadzenie parytetu w przedsiębiorstwach należących do Skarbu Państwa jest mniej dyskusyjne, ze względu na brak zewnętrznej ingerencji w uprawnienia właścicielskie. W przypadku spółek prywatnych, dochodzi do ograniczenia swobody decydowania o składzie zarządu. W sytuacji, gdy ingerencja ta służy do osiągnięcia celu chronionego prawnie, jak i nastąpi wskutek prawa przy poszanowaniu zasady proporcjonalności, nie dojdzie do naruszenia praw wynikających z konstytucji.

Najlepszym rozwiązaniem dotyczącym regulacji równości płci wydaje się wprowadzenie ich najpierw w spółkach Skarbu Państwa, a w późniejszym czasie w pozostałych spółkach. Dałoby to czas na przetestowanie regulacji w pierwszej kolejności na spółkach będących własnością Skarbu Państwa. Innym rozwiązaniem jest ustanowienie przepisów, zgodnie z którymi spółki państwowe będą miały krótszy czas na wdrożenie przepisów dotyczących udziału kobiet w organach statutowych, zaś przedsiębiorstwa prywatne przepisy te będą mogły wdrożyć w dłuższym okresie. Rozwiązanie takie wybrała Belgia, która ponadto czas na wdrożenie przepisów w stosunku do prywatnych spółek uzależniła od wielkości spółki (im spółka jest mniejsza, tym ma więcej czasu na dostosowanie się do przepisów)¹³. Ważną kwestią jest także stopniowe wprowadzanie regulacji, poprzez osiąganie określonego udziału kobiet w kolejnych latach.

Co więcej, w sytuacji Polski, dla której parytety są nowym instrumentem w systemie prawnym, właściwym rozwiązaniem powinno być wydłużenie czasu na uzyskanie pożądanego udziału kobiet w organach statutowych spółek

¹² M. Romanowski, *Czy prawo powinno wymuszać udział kobiet w zarządach spółek*, Monitor Prawa Handlowego 2011/2, s. 20.

¹³ *Women on Boards in Europe. From a Snail's Pace to a Giant Leap?*, European Women's Lobby Report on Progress, Gaps and Good Practice 2012, s. 8.

(w stosunku do krajów, które takie regulacje już wprowadziły). Należy także pamiętać, iż wprowadzenie parytetu ma na celu nie tylko zwiększenie udziału kobiet w organach statutowych spółek. Za istotniejszą kwestię uznaje się wpływ na kulturę zarządzania przedsiębiorstwem, w taki sposób, by w długim okresie prawo było stosowane bez użycia środków przymusu¹⁴. Zastosowanie progresywnych parytetów oraz ustalenie właściwego okresu na ich wprowadzenie pozwoli na stopniowe wdrażanie zmian oraz przystosowanie się do przepisów prawa.

Jak zauważa M. Romanowski¹⁵, Komisja Europejska uzasadnia celowość wprowadzenia parytetów, stawiając daleko idące, a wręcz zaskakujące, hipotezy, m.in. że zbyt mała reprezentacja kobiet wpływa na brak przejrzystości procesu rekrutacji i informowania o różnicowaniu składu organów spółek pod względem płci, wpływa na ogólne wyniki spółek i ich odpowiedzialność, jednak nie wiadomo o jaką odpowiedzialność chodzi i wobec kogo. Co więcej, niska reprezentacja kobiet wpływa na zdolność inwestorów do odpowiedniego oraz terminowego ocenienia i uwzględnienia wszystkich istotnych informacji oraz na sprawność rynków finansowych Unii Europejskiej¹⁶. Tutaj także nie wiadomo, w jaki sposób niska reprezentatywność kobiet w radach miałyby skłonić inwestorów do odpowiedniego, a w dodatku terminowego, oceniania i uwzględniania wszystkich istotnych informacji.

Sposobem na motywowanie spółek do uzyskania właściwego udziału kobiet w radzie może być zakres preferencji dla spółek, które dostosowały się do wprowadzonych przepisów. W Hiszpanii spółka, która przestrzega tę regulację, ma możliwość otrzymania subsydiów państwowych albo pierwszeństwo przy ubieganiu się o zamówienia publiczne¹⁷. Można też zastosować odwrotne rozwiązanie – realizacja przepisów dotyczących parytetów byłaby warunkiem dopuszczenia do publicznych przetargów bądź też innych form współpracy

¹⁴ R. Wieruszewski, K. Sękowska-Kozłowska, *Ocena w sprawie dopuszczalności stosowania kwot płci w zarządach spółek w świetle postanowień prawa międzynarodowego*, <http://www.rownosoplci.pl/uploads/pdf/1131300840.pdf>; stan na dzień 17.12.2013 r.

¹⁵ M. Romanowski, *Czy prawo...*, s. 32.

¹⁶ Wniosek dotyczący dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów niewykonawczych spółek, których akcje są notowane na giełdzie i odnośnych środków COM (2012) 614 final, 2012/0299 (COD), Bruksela, 14 listopada 2012 r., <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0614:FIN:PL:PDF>; stan na dzień 22.02.2014 r.

¹⁷ Working Paper, *The Quota...*, s. 12.

z państwem. Stosowanie wysokich sankcji, jako jedyny sposób na wdrożenie przepisów dotyczących parytetów, wydaje się tu najmniej skutecznym rozwiązaniem, bowiem może dojść do sytuacji, w której spółki, zamiast dostosować się do obowiązującej ustawy, za lepsze wyjście uznają zapłatę kary.

2. Argumenty za zwiększeniem udziału kobiet w organach nadzorczych

Niektórzy autorzy uznają, iż udział w radach nadzorczych powinien być funkcją kompetencji każdej osoby, bez względu na jej płeć. W większości państw do wymogów formalnych dla pełnienia funkcji członka rady nadzorczej, jako prywatnoprawnej organizacji, należy posiadanie zdolności prawnej oraz zdolności do czynności prawnych, które dają możliwość wykonywania funkcji piastuna organu osoby prawnej¹⁸. Zdarza się, że prawo określa dodatkowe wymogi, dotyczące doświadczenia lub posiadanej wiedzy, lecz nie odnoszą się one do kryterium płci. Zgodnie z dyrektywą Komisji Europejskiej, jak i Parlamentu Europejskiego, wprowadza się formalne kryterium płci, jako kryterium powołania w skład rady spółki giełdowej.

Warto przeanalizować argumenty przemawiające za zwiększeniem udziału kobiet w radach spółek giełdowych. Argumenty te podzielić można ze względu na aspekt społeczny i ekonomiczny. Patrząc z perspektywy społecznej, za niemoralne uznaje się ograniczenie dostępu kobiet do rad nadzorczych ze względu na płeć. W związku z tym, przedsiębiorstwa powinny dążyć do sprawiedliwości społecznej, umożliwiając udział kobiet w organach statutowych przedsiębiorstwa¹⁹. Część państw zdecydowała się na wprowadzenie regulacji zapewniających udział kobiet w organach statutowych spółki.

W raporcie Komitetu Równych Szans Kobiet i Mężczyzn Zgromadzenia Parlamentarnego Rady Europy²⁰ zwraca się uwagę na związek pomiędzy małym udziałem kobiet w kierowaniu gospodarką a kryzysem finansowym. Kobiety, przy podejmowaniu decyzji o charakterze finansowym, do ryzyka podchodzą inaczej niż mężczyźni – patrząc na nie w perspektywie długofalo-

¹⁸ M. Romanowski, *Czy prawo...*, s. 21.

¹⁹ L. Bohdanowicz, *Kobiety w radach nadzorczych i zarządach spółek: polskie i światowe tendencje oraz wyzwania*, Organizacja i kierowanie 2011/3(146), s. 180.

²⁰ Raport Komitetu Równych Szans Kobiet i Mężczyzn Zgromadzenia Parlamentarnego Rady Europy *Kobiety a kryzys gospodarczy i finansowy* z dnia 8 kwietnia 2010 r., <http://www.rownosoplci.pl/uploads/pdf/1131300840.pdf>; stan na dzień 26.01.2014 r.

wej, całościowo, w sposób bardziej odpowiedzialny. Dla zdrowego rozwoju gospodarki globalnej istotne jest doprowadzenie do zrównoważonego udziału kobiet i mężczyzn w radach nadzorczych i zarządach. Różnorodność ta ma skutkować stworzeniem zdrowszego nastawienia do rozwiązywania problemów oraz promować podejmowanie długofalowych i strategicznych decyzji. W związku z tym, podczas reformy instytucji finansowych oraz mechanizmów o charakterze nadzorczym i regulacyjnym, powinno się wprowadzić unormowania dotyczące udziału kobiet w radach i zarządach spółek²¹.

Badania wskazują także na zależności, jakie zachodzą pomiędzy wynikami osiąganymi przez spółki, a liczbą kobiet zasiadających w radzie²². Z badań przeprowadzonych przez McKinsey wynika, iż spółki mające wyższy odsetek kobiet w radach osiągają wyższą stabilność kursu akcji, wyższy zysk operacyjny oraz wyższy poziom zwrotu na kapitale. Autorzy zaznaczają jednak, że nie są w stanie udowodnić przyczyn takiego stanu rzeczy. Badania te mogą sugerować, że spółki osiągające lepsze wyniki finansowe częściej decydują się na zróżnicowanie składu rad, zgodnie z oczekiwaniami społecznymi. Część autorów jest zdania, że uzyskane przez nich wyniki nie dają podstaw do potwierdzenia korelacji pomiędzy wynikami finansowymi spółek a zróżnicowaniem organów statutowych²³. Podobnie, badanie C. Rose, dotyczące duńskich spółek, nie wykazało żadnej zależności pomiędzy obecnością kobiet a wynikami firmy²⁴. Dlatego też jednoznaczne wykazanie wpływu zależności pomiędzy wynikami spółek a liczbą kobiet zasiadających w organach statutowych wydaje się kwestią trudną i bardziej złożoną.

Niektórzy autorzy zauważają, że kobiety w większym stopniu – niż mężczyźni – zwracają uwagę na aspekty społeczne oraz chętniej przekazują zyski spółek na działalność dobroczynną, co nie zawsze jest zgodne z oczekiwaniami inwestorów²⁵. Zachowanie takie może wynikać z częstszego angażowania się kobiet w organizacje non profit. Jednak, jak wskazuje L. Bohdanowicz, dzia-

²¹ *Ibidem*.

²² Analiza McKinsey & Company z 2007 r. *Women matter*, Catalyst, The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender, New York 2004.

²³ **K.A. Farrell, P.L. Hersch**, *Additions to corporate boards: the effect of gender*, Journal of Corporate Finance 2005/11/1–2, s. 85–106.

²⁴ **C. Rose**, *Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence*, Corporate Governance: An International Review 2007/15, s. 404–413.

²⁵ **R.J. Williams**, *Women on Corporate Boards of Directors and their Influence on Corporate Philanthropy*, Journal of Business Ethics 2003/1, s. 1–10.

łalność ta może okazać się korzystna dla spółki w długim okresie, wpływając pozytywnie na morale pracowników, jak i poprawiając jej wizerunek²⁶.

Wielu autorów zaznacza, że kobieta na stanowisku menedżera ma duże znaczenie dla sukcesu organizacji²⁷. Kobiety zasiadające w zarządach mogą wpłynąć na wzrost konkurencyjności przedsiębiorstwa, dzięki lepszemu zrozumieniu – postrzeganych przez pryzmat płci – złożoności rynku oraz potrzeb klientów. Wśród głównych korzyści, wynikających z obecności kobiet w zarządach, wymienia się: zwiększenie kreatywności oraz innowacyjności firmy, silniejszy związek pracowników z firmą, wyższe morale personelu, lepszy wizerunek publiczny czy większą wartość firmy dla udziałowców²⁸.

Za istotny uznaje się także argument o zróżnicowaniu rad i zarządów. Komisja Europejska wskazuje, iż powoływanie na stanowiska do organów statutowych spółek jedynie mężczyzn utrudnia prowadzenie debaty oraz rozstrzyganie sporów przy podejmowaniu decyzji dotyczących ryzyka gospodarczego. Tylko bowiem konfrontacja poglądów osób posiadających odmienne kompetencje, wiedzę, doświadczenie czy osobowość, może skutkować wypracowaniem optymalnych rozwiązań²⁹. Komisja wskazuje tutaj problem, jakim jest wada procesu rekrutacyjnego na stanowiska w organach spółek – wyboru dokonuje się w zbyt wąskiej grupie osób.

Poprzez promowanie różnorodności w zarządzaniu, stwarza się warunki, które pozwalają na pełne wykorzystanie możliwości wszystkich zatrudnionych osób oraz indywidualny rozwój każdej z nich. Dzięki takiemu zarządzaniu, korzyści osiągną nie tylko jednostki, ale także organizacje oraz przedsiębiorstwa. Efektem może być zmiana sposobu myślenia, szerszy ogląd zjawisk, czy też zmiana oczekiwań wobec pracy³⁰.

Różnorodność występująca w grupach osób wpływa na usprawnienie komunikacji i szybsze osiągnięcie porozumienia. Część z badaczy twierdzi, że zróżnicowanie demograficzne może wpływać pozytywnie na kreatywność oraz

²⁶ L. Bohdanowicz, *Kobiety...*, s. 183.

²⁷ R. Hryciuk, A. Kościańska (red.), *Gender. Perspektywa antropologiczna: Kobiecość, męskość, seksualność*, t. 2, Wyd. UW, Warszawa 2007, cyt. za: T. Kupczyk, *Kobiety w zarządzaniu a czynniki ich sukcesów*, WSH, Wrocław 2009, s. 38.

²⁸ T. Kupczyk, *Kobiety w zarządzaniu a czynniki ich sukcesów*, WSH, Wrocław 2009, s. 39.

²⁹ Sprawozdanie nt. propozycji Komisji Europejskiej ws. 40% udziału kobiet we władzach spółek, 94/2012, Bruksela, 14 listopada 2012 r, <http://www.senat.gov.pl/download/gfx/senat/pl/defaultopisy/296/4/1/094.pdf>; stan na dzień 11.01.2014 r.

³⁰ T. Kupczyk, *Kobiety w zarządzaniu...*, s. 39.

innowacyjność decyzji, jakie podejmowane są w spółce³¹. Niemniej jednak, należy zauważyć wyniki niektórych prac, które wskazują, że przeważającą konsekwencją większej różnorodności jest utrudniona komunikacja oraz częściej występujące konflikty³². Zespoły te są także narażone na wystąpienie syndromu grupowego myślenia, któremu towarzyszy poczucie jedności, nieomyślności czy lekceważenia innych³³. Skutkiem tego jest ignorancja osób posiadających inne niż grupa poglądy oraz samocenzurowanie przez członków grupy. Badanie włoskich spółek pokazało natomiast, iż zwiększony odsetek kobiet w radach nadzorczych wpłynął ujemnie na jakość *corporate governance* w tych spółkach³⁴. Jednak zróżnicowanie grup wpływa na większą liczbę powstających rozwiązań, co jest niezwykle korzystnym czynnikiem w przypadku pełnienia funkcji w organach statutowych spółki.

Obecność kobiet w zarządach firm powoduje, że coraz większą uwagę zwraca się na czynniki społeczne oraz relacje, które mogą w znaczny sposób wpłynąć na zaangażowanie pracowników. W przedsiębiorstwach, gdzie relacje międzyludzkie są nieistotnym czynnikiem kultury organizacyjnej, roszczenia pracowników koncentrują się przede wszystkim na zwiększeniu poziomu wynagrodzeń. Natomiast w przedsiębiorstwach, gdzie buduje się postawę współdziałania oraz rozwiązywania problemów zespołowo, zwiększa się poczucie satysfakcji za własną pracę³⁵. W badaniach A.W. Wooley³⁶ oraz S. Hoogendoorn³⁷ zaobserwowano, że wraz ze wzrostem liczby kobiet w grupie,

³¹ Credit Suisse, Global Wealth Report 2012, <http://www.thefinancialist.com/wp-content/uploads/2012/10/2012-GlobalWealthReport-.pdf>; stan na dzień 18.12.2013 r.

³² **K.A. Jehm, E.A. Mannix**, *The dynamic nature of conflict: A longitudinal study of intragroup conflict and group performance*, *Academy of Management Journal* 2001, Vol.44, No 2.

³³ **E. Watson, K. Kumar, L. Michaelsen**, *Cultural Diversity's Impact on Interaction Process and Performance: Comparing Homogeneous and Diverse Task Groups*, *Academy of Management Journal* 1993/36/3, s. 598–602.

³⁴ **M. Bianco, A. Ciavarella, R. Signoretti**, *Women on boards in Italy*, *Quaderni di finanza*, październik 2011.

³⁵ *Kobieta i biznes*, Kolegia SGH [w:] **H. Brdulak**, *Wpływ zarządzania różnorodnością na konkurencyjność przedsiębiorstwa: analiza raportów instytucji finansowych i firm consultingowych – wybrane aspekty*, http://kolegia.sgh.waw.pl/pl/KGS/publikacje/Documents/Kobieta_2013.pdf; stan na dzień 25.03.2014 r.

³⁶ **A.W. Woolley i in.**, *Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups*, *Science Magazine* 2010/330, s. 686–688.

³⁷ **S. Hoogendoorn, H. Oosterbeek, M. van Praag**, *The Impact of Gender Diversity on the Performance of Business Teams: Evidence from a Field Experiment*, *Management Science* 2013/59, s. 1514–1528.

zbiorowa inteligencja jest wyższa, gdy wrażliwość społeczna poszczególnych członków grupy jest wysoka oraz kiedy wymiana myśli odbywa się na równoprawnych zasadach.

Zarządzanie przez kobiety jest nacechowane partnerskimi relacjami z podwładnymi, myśleniem w kategoriach dobra ludzi. Kobiety są bardziej nastawione na kompromis oraz mediację, kładą nacisk na komunikatywność oraz zdolności interpersonalne³⁸.

Należy także podkreślić, że odmienne są style przywództwa reprezentowane przez kobiety i mężczyźni. Niektórzy autorzy uznają, że kobiecy styl zarządzania lepiej dostosowuje się do współczesnych uwarunkowań oraz nowoczesnej formy przedsiębiorstw³⁹. Kobiety stosują interaktywny styl kierowania, który jest zgodny z ich życiowym doświadczeniem, cechuje się nastawieniem na współpracę oraz komunikację z innymi. Mężczyźni natomiast wybierają styl autorytarny, nakazowo-kontrolujący⁴⁰. Przedstawiciele obu płci wykorzystują także style demokratyczny i autokratyczny. Częściej przez kobiety wybierany jest styl demokratyczny, bardziej nastawiony na współuczestnictwo; autorytarnie zarządzają wówczas, gdy trzeba wprowadzać normy⁴¹. Z kolei zaś H. Fisher twierdzi, że kobiety myślą kontekstowo, holistycznie, patrzą na zagadnienia szerzej niż mężczyźni; podejmując decyzje, biorą pod uwagę więcej danych i czynników, myślą sieciowo oraz dostrzegają więcej sposobów działania⁴². Kobiety wpływają na tworzenie lepszego środowiska pracy, gdzie dobrze się czują oraz pracują pracownicy wiedzy. Budzą większe zaufanie, integrują ludzi, budują dobre relacje w zespole, elastycznie dostosowują się do zmian oraz dobrze radzą sobie z porażkami⁴³. W związku z tym powinny

³⁸ **J. Broł, M. Kosior**, *Kobiece style zarządzania w Polsce (aspekty społeczno-ekonomiczne)*, Kobieta i Biznes 2004/1–4, s. 10.

³⁹ **S. Vinnicombe, V. Singh**, *The Female FTSE Index*, Cranfield School of Management, Cranfield 2003, <http://www.som.cranfield.ac.uk/som/dinamic-content/research/documents/ft2008.pdf>; stan na dzień 10.03.2014 r.

⁴⁰ **J.B. Rosener**, *Przywództwo i paradoks płci*, [w:] **M.R. Walsh** (red.), *Kobiety, mężczyźni i płęć*, Wyd. IFiS PAN, Warszawa 2003, s. 349–352.

⁴¹ **A. Wińniewska-Szałek**, *Płęć w miejscu pracy – rola kobiet we współczesnym zarządzaniu*, [w:] **M. Przybyła** (red.), *Zarządzanie – kontekst strategiczny, kulturowy i zasobowy*, Wyd. AE, Wrocław 2007, s. 207.

⁴² **H. Fisher**, *Pierwsza płęć. Jak wrodzone talenty kobiet zmieniają nasz świat*, Wyd. Jacek Santorski & Co, Warszawa 2003, s. 78.

⁴³ **M. Ben-Joseph, L. Gundry**, *Future of work: implications for women entrepreneurs in transition economies*, *Women & Business* 1998/3–4, s. 59.

odnieść sukces także na najwyższych stanowiskach kierowniczych, gdzie potrzebna jest współpraca, partnerstwo oraz koncepcyjne myślenie⁴⁴.

Podsumowując, można uznać, iż występuje szereg argumentów przemawiających za zwiększeniem udziału kobiet w organach statutowych spółek. Postulowane zróżnicowanie składów rad i zarządów spółek, może zwiększyć ich kapitał intelektualny, jak i podnieść ich konkurencyjność. Należy także zwrócić uwagę na odmienny styl przywództwa reprezentowany przez kobiety oraz ich pozytywny wpływ na inteligencję zbiorową grupy⁴⁵.

3. Obecność kobiet w organach statutowych spółek – sytuacja międzynarodowa

Wiele badań przeprowadzonych przez Komisję Europejską wskazuje na bardzo niską reprezentatywność kobiet w radach spółek giełdowych. W większości krajów dość późno zaangażowano kobiety w życie publiczne czy biznesowe na najwyższych szczeblach. Specjaliści zauważyli, że liczba kobiet w zarządach oraz radach nadzorczych spółek jest uzależniona od czynników kulturowych, jakie zostały utrwalone w poszczególnych krajach. Różnice kulturowe, ekonomiczne i instytucjonalne pomiędzy krajami należą do najistotniejszych ograniczeń w generalizowaniu wyników badań dotyczących znaczenia kobiet w zwiększaniu efektywności funkcjonowania organów statutowych przedsiębiorstw⁴⁶.

Najnowsze decyzje dotyczące składu rad nadzorczych prywatnych firm zapadły w listopadzie 2013 r.⁴⁷, po wcześniejszym poparciu przez Komisję Prawną i Komisję Praw Kobiet i Równouprawnienia wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów niewykonawczych spółek, których akcje są notowane na giełdzie i odnośnych środków⁴⁸. Zgodnie z dyrektywą, do 2020 roku rady nadzorcze dużych spółek giełdowych w państwach Unii Europejskiej mają

⁴⁴ W. Nicels, *Zrozumieć biznes*, Bellona, Warszawa 1995, s. 342.

⁴⁵ A.W. Woolley i in., *Evidence...*, s. 687.

⁴⁶ L. Bohdanowicz, *Kobiety...*, s. 187.

⁴⁷ *Rysa na europejskim szklanym suficie: Parlament Europejski poparł wniosek legislacyjny Komisji w sprawie kobiet w zarządach spółek*, European Commission – IP/13/1118 20/11/2013, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1118_pl.htm; stan na dzień 20.03.2014 r.

⁴⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady, COM (2012) 614 final, 2012/0299 (COD), Bruksela, 14 listopada 2012 r.

składać się w co najmniej 40% z kobiet. Przyjęty przez Parlament Europejski projekt dyrektywy ma zapewnić lepszą równowagę płci w radach nadzorczych spółek notowanych na giełdzie. Spółki zostaną zobowiązane powoływać kandydatów według ich kwalifikacji oraz przejrzystych i neutralnych względem płci kryteriów. W sytuacji, gdy kwalifikacje kandydatów są takie same, pierwszeństwo będzie miał kandydat płci, która jest niedoreprezentowana. Wyraźny nacisk kładzie się tu na kwalifikacje, bowiem żadna kobieta nie może otrzymać stanowiska jedynie ze względu na swoją płeć, nie może być także z tego powodu zdyskwalifikowana.

Należy zaznaczyć, że 86,3% wszystkich członków organów spółek stanowią mężczyźni⁴⁹. Jak czytamy w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej: „Między państwami członkowskimi UE występują znaczne dysproporcje w liczbie kobiet zasiadających w organach spółek, wynikające z różnic w przyjętych strategiach. [...] W roku 2012 odnotowano wzrost liczby kobiet w organach spółek jedynie o 0,6%, przy czym zobowiązanie z 2011 roku podpisały jedynie 24 spółki”.

Na początku kwoty płci będą obowiązywać jedynie przedsiębiorstwa publiczne, które, dając właściwy przykład, mają obowiązek spełnienia określonego udziału procentowego kobiet do 2018 roku. Przepisy będą dotyczyły jedynie rad nadzorczych lub stanowisk dyrektorów niepełniących funkcji wykonawczych w spółkach giełdowych ze względu na ich znaczenie gospodarcze i eksponowaną rolę. Spółki zatrudniające poniżej 250 osób i osiągające dochód mniejszy niż 50 mln euro rocznie mają być wyłączone w zakresie dyrektywy. W przypadku niewprowadzenia przez spółki wymaganych procedur, będą obowiązywać kary, o których każde z państw zadecyduje samodzielnie⁵⁰. Dyrektywa stanowi środek tymczasowy, który wygaśnie automatycznie w 2028 roku⁵¹.

Najnowsze dane dotyczące udziału kobiet w procesach decyzyjnych zostały opublikowane przez Komisję Europejską; jako najbardziej aktualne (kwiecień 2013 r.) będą obrazowały aktualną sytuację panującą w Unii Europejskiej. W tabeli 1 zaprezentowano odsetek kobiet we władzach spółek.

⁴⁹ Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego...

⁵⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady, COM (2012) 614 final, 2012/0299 (COD), Bruksela, 14 listopada 2012, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0614:FIN:pl:PDF>; stan na dzień 2.09.2013 r.

⁵¹ Sprawozdanie na temat inicjatyw Komisji Europejskiej w obszarze wymiaru sprawiedliwości, 106/2013, Bruksela, październik 2013 r.

TABELA 1: *Reprezentacja kobiet we władzach dużych spółek giełdowych, kwiecień 2013 r. (% udział kobiet)*

Państwo	Udział kobiet (%)	Państwo	Udział kobiet (%)
Finlandia	29,1	Włochy	12,9
Łotwa	29,0	Węgry	12,09
Francja	26,8	Austria	12,0
Szwecja	26,5	Irlandia	10,7
Holandia	23,6	Polska	10,3
Dania	21,1	Luksemburg	10,1
Niemcy	20,5	Rumunia	9,1
Słowenia	20,0		
Słowacja	19,6		
Wielka Brytania	18,5	Islandia	48,9
Republika Czeska	18,4	Norwegia	41,9
Litwa	16,2	Macedonia	20,3
Bułgaria	15,2	Serbia	19,4
Estonia	14,3	Chorwacja	13,3
Belgia	13,8	Turcja	9,0

O b j a ś n i e n i a: dane odnoszą się do członków rady dyrektorów (rady nadzorczej w przypadku odrębnej funkcji nadzorczej i wykonawczej; w danych uwzględniono również prezesa).

Ź r ó d ł o: Komisja Europejska, baza danych na temat udziału kobiet i mężczyzn w procesach decyzyjnych, http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/gender-decision-making/index_en.htm; stan na dzień 11.12.2013 r.

Odsetek kobiet we władzach spółek dla całej Unii Europejskiej w kwietniu 2013 r. wyniósł 16,6%, co w porównaniu z październikiem 2012 r. daje wzrost o 0,8 punktu proc. (z 15,8%), a w stosunku rocznym o 1,7 punktu proc. Poniżej średniej znalazło się aż 18 państw, udział ten – w porównaniu z poprzednim badaniem – zmniejszył się w następujących krajach: Polska, Rumunia, Litwa, Malta, Grecja, Portugalia i Wielka Brytania. W Polsce kobiety stanowią 10,3% członków rad nadzorczych, jest to o 1,4 punktu proc. mniej niż w październiku 2012 r. Największy odsetek kobiet we władzach dużych spółek osiągnęły Islandia (48,9%), Norwegia (41,9%), Finlandia (29,1%) oraz Łotwa (29,0%).

TABELA 2: *Zmiana odsetka kobiet we władzach spółek w podziale na poszczególne kraje, październik 2012 – kwiecień 2013 r.*

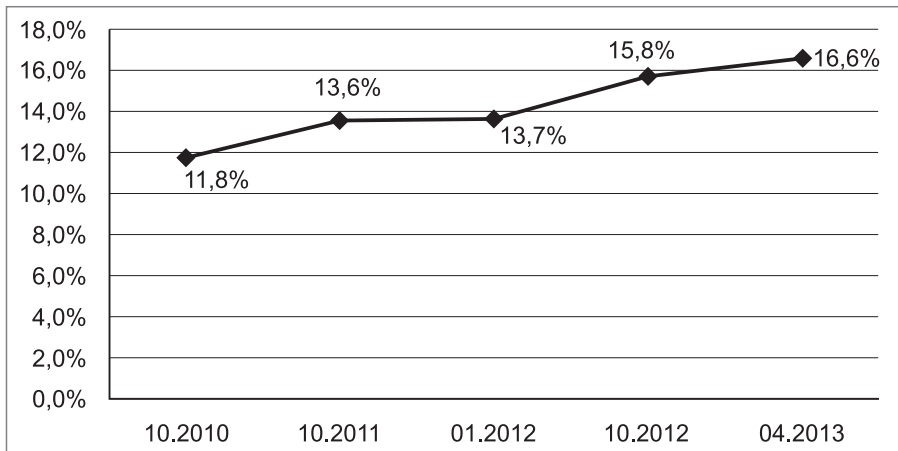
Państwo	Zmiana	Państwo	Zmiana
Rumunia	-2,8	UE-27	0,9
Litwa	-1,6	Szwecja	1,0
Polska	-1,4	Cypr	1,2
Malta	-0,8	Słowenia	1,3
Grecja	-0,6	Francja	1,6
Portugalia	-0,3	Włochy	1,9
Wielka Brytania	-0,3	Hiszpania	2,0
Austria	0,1	Republika Czeska	2,9
Estonia	0,3	Irlandia	2,0
Dania	0,3	Holandia	2,0
Luxemburg	0,4	Niemcy	2,5
Finlandia	0,6	Bułgaria	3,6
Łotwa	0,8	Węgry	4,7
Belgia	0,8	Słowacja	5,8

Objaśnienia: dane odnoszą się do członków rady dyrektorów (rady nadzorczej w przypadku odrębnej funkcji nadzorczej i wykonawczej; w danych uwzględniono również prezesa).

Źródło: Komisja Europejska, baza danych na temat udziału kobiet i mężczyzn w procesach decyzyjnych, http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/gender-decision-making/index_en.htm; stan na dzień 11.12.2013 r.

W okresie sześciu miesięcy odnotowano wzrost odsetka kobiet we władzach spółek w 20 państwach członkowskich. Największy wzrost nastąpił na Słowacji, Węgrzech, w Bułgarii oraz Niemczech. Średni odsetek kobiet we władzach spółek Unii Europejskiej wzrósł o 0,9 punktu proc. W takich krajach jak: Wielka Brytania, Portugalia, Grecja, Malta, Polska, Litwa i Rumunia doszło do zmniejszenia udziału kobiet we władzach spółek.

Od pierwszej opublikowanej przez Komisję Europejską w 2010 r. Strategii na rzecz równości kobiet i mężczyzn, gdzie po raz pierwszy poruszono kwestię inicjatyw mających na celu podniesienie liczby kobiet w radach czy zarządach spółek, odnotowano wzrost odsetka kobiet o 4,8 punktu proc. Średni wzrost roczny wynosi 1,9 punktu proc., a więc proces ten od 2010 roku zachodził cztery razy szybciej niż miało to miejsce w latach 2003–2010. Może być to także wynikiem dyrektywy, którą przyjęto pod koniec 2012 roku. Zakładała ona osiągnięcie 40% udziału kobiet w organach statutowych spółki.

RYSUNEK 1: *Odsetek kobiet we władzach dużych notowanych spółek, UE-27, 2010–2013*

Objaśnienia: dane odnoszą się do członków rady dyrektorów (nadzorczej w przypadku odrębnej funkcji nadzorczej i wykonawczej; w danych uwzględniono również prezesa).

Źródło: Komisja Europejska, baza danych na temat udziału kobiet i mężczyzn w procesach decyzyjnych, http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/gender-decision-making/index_en.htm; stan na dzień 11.12.2013 r.

Należy zauważyć, iż największe zmiany dotyczące odsetka kobiet w we władzach spółek giełdowych w stosunku do 2010 roku zanotowano w krajach, które już przyjęły wiążące przepisy ustawowe. Należą do nich: Francja (wzrost o 14,4 punktu proc.), Holandia (wzrost o 8,7 punktu proc.), oraz Włochy (wzrost o 8,4 punktu proc.). Można sądzić, iż istotnie wyższe wyniki są efektem presji regulacyjnej. W Polsce odsetek kobiet w zarządach wzrósł z nieco ponad 9% w 2004 roku do 12% w październiku 2012 roku. Zanotowany w badaniu wzrost o 0,3 punktu proc. rocznie, oznacza, że – zachodząc w tym tempie – zrównoważenie do poziomu 40% udziału kobiet nastąpiłoby w Polsce za 85 lat.

Zakończenie

Problem nielicznej obecności kobiet w zarządach oraz radach spółek jest przedmiotem zainteresowania nie tylko Komisji Europejskiej, ale także licznych specjalistów, zajmujących się badaniem tego problemu. Wiele państw, w celu podjęcia właściwych kroków ku likwidacji dyskryminacji kobiet,

zastosowało rozwiązania prawne w formie wymogu stosowania określonego udziału procentowego kobiet w zarządach przez spółki. Wprowadzane regulacje prawne skutkować powinny złagodzeniem zawodowych niedogodności, jakich doświadczają kobiety, zwłaszcza zaś zagwarantowaniem kobietom równego dostępu do stanowisk kierowniczych w spółkach. Posługując się przedstawionymi danymi, można stwierdzić, iż rozwiązania prawne wpływają na zwiększanie się odsetka kobiet na kierowniczych stanowiskach.

Wprowadzenie prawnych regulacji doprowadzi do osiągnięcia niezmiernie istotnego społecznie celu, jakim jest uzyskanie równości w sferze materialnej kobiet i mężczyzn na płaszczyźnie kierowania gospodarką. Trzeba jednak pamiętać, by wprowadzać je stopniowo, dostosowując do warunków gospodarczych danego kraju, z poszanowaniem uwag zainteresowanych przedstawicieli podmiotów i instytucji, aby w przyszłości regulacje prawne z przymusowego instrumentu nabrały charakter dobrowolny.

W artykule przytoczono szereg argumentów przemawiających za obecnością kobiet na stanowiskach kierowniczych. Omawiając cechy kobiecego stylu przywództwa, należy stwierdzić, iż nie można się go nauczyć, gdyż jest on wynikiem naturalnych predyspozycji większości kobiet. Kobiety, przez swoją obecność w organach spółki, mogą generować szczególną wartość podczas podejmowania decyzji strategicznych czy też wpływać na polepszenie wizerunku społecznego przedsiębiorstwa⁵². Dlatego ich obecność w procesie zarządzania jest niezwykle istotna. Jak wynika z danych prezentujących sytuację międzynarodową, odsetek kobiet zasiadających w zarządach wzrasta, ale potrzeba dalszej ingerencji, by można było mówić o równości kobiet i mężczyzn na stanowiskach kierowniczych.

Bibliografia

Akty prawne:

- Zielona Księga z 5 kwietnia 2011 r.: Unijne Ramy Ładu Korporacyjnego. Sygnatura COM(2011) 164, http://www.for.org.pl/upload/File/CEP_analizy/corporategovernance.pdf; stan na dzień 5.10.2013 r.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady, COM (2012) 614 final, 2012/0299 (COD), Bruksela, 14 listopada 2012, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0614:FIN:pl:PDF>; stan na dzień 2.09.2013 r.

⁵² L. Bohdanowicz, *Obecność kobiet w organach statutowych polskich spółek publicznych: perspektywa teorii instytucjonalnej oraz teorii zasobowej*, Master of Business Administration 2011/2/(112), s. 68–87.

Opracowania:

- Ben-Joseph M., Gundry L.**, *Future of work: implications for women entrepreneurs in transition economies*, *Women & Business* 1998/3–4.
- Bianco M., Ciavarella A., Signoretti R.**, *Women on boards in Italy*, *Quaderni di finanza*, październik 2011.
- Bohdanowicz L.**, *Kobiety w radach nadzorczych i zarządach spółek: polskie i światowe tendencje oraz wyzwania*, *Organizacja i kierowanie* 2011/3/(146).
- Bohdanowicz L.**, *Obecność kobiet w organach statutowych polskich spółek publicznych: perspektywa teorii instytucjonalnej oraz teorii zasobowej*, *Master of Business Administration* 2011/2/(112).
- Brol J., Kosior M.**, *Kobięcy styl zarządzania w Polsce (aspekty społeczno-ekonomiczne)*, *Kobieta i Biznes* 2004/1–4.
- Farrell K.A., Hersch P.L.**, *Additions to corporate boards: the effect of gender*, *Journal of Corporate Finance* 2005/11/1–2.
- Fisher H.**, *Pierwsza pleć. Jak wrodzone talenty kobiet zmieniają nasz świat*, Wyd. Jacek Santorski & Co, Warszawa 2003.
- Hoogendoorn S., Oosterbeek H., van Praag M.**, *The Impact of Gender Diversity on the Performance of Business Teams: Evidence from a Field Experiment*, *Management Science* 2013/59.
- Hryciuk R., Kościańska A.** (red.), *Gender. Perspektywa antropologiczna: Kobiecość, męskość, seksualność*, t. 2, Wyd. UW, Warszawa 2007.
- Jehm K.A., Mannix E.A.**, *The dynamic nature of conflict: A longitudinal study of intragroup conflict and group performance*, *Academy of Management Journal* 2001/44/2.
- Kupczyk T.**, *Kobiety w zarządzaniu a czynniki ich sukcesów*, WSH, Wrocław 2009.
- Nicels W.**, *Zrozumieć biznes*, Bellona, Warszawa 1995.
- Romanowski M.**, *Czy prawo powinno wymuszać udział kobiet w zarządach spółek*, *Monitor Prawa Handlowego* 2011/2.
- Rose C.**, *Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence*, *Corporate Governance: An International Review* 2007/15.
- Rosener J.B.**, *Przywództwo i paradoks płci*, [w:] Walsh M.R. (red.), *Kobiety, mężczyźni i pleć*, Wyd. IFiS PAN, Warszawa 2003.
- Storvik A., Teigen M.**, *Women on Board. The Norwegian Experience*, Friedrich Ebert Stiftung 2010.
- Watson E., Kumar K., Michaelsen L.**, *Cultural Diversity's Impact on Interaction Process and Performance: Comparing Homogenous and Diverse Task Groups*, *Academy of Management Journal* 1993/36/3.
- Williams R.J.**, *Women on Corporate Boards of Directors and their Influence on Corporate Philanthropy*, *Journal of Business Ethics* 2003/1.
- Wiśniewska-Szałek A.**, *Pleć w miejscu pracy – rola kobiet we współczesnym zarządzaniu*, [w:] Przybyła M. (red.), *Zarządzanie –kontekst strategiczny, kulturowy i zasobowy*, Wyd. AE, Wrocław 2007.
- Woolley A.W. i in.**, *Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups*, *Science Magazine* 2010/330.

Strony internetowe:

- Ahern K., Dittmar A.**, *The Changing of the Boards: The Impact of the Firm Valuation of Mandated Female Board Representation*, <http://webuser.bus.umich.edu/adittmar/NBD.SSRN.2011.05.20.pdf>; stan na dzień 10.11.2013 r.
- Davis M.**, *Women on boards*, luty 2011. <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/w/11-745-women-on-boards.pdf>; stan na dzień 15.12.2013 r.
- Kobieta i biznes*, Kolegia SGH [w:] H. Brdulak, *Wpływ zarządzania różnorodnością na konkurencyjność przedsiębiorstwa: analiza raportów instytucji finansowych i firm consultingowych – wybrane aspekty*, http://kolegia.sgh.waw.pl/pl/KGS/publikacje/Documents/Kobieta_2013.pdf; stan na dzień 25.03.2014 r.
- Równowaga płci w biznesie*, http://ec.europa.eu/polska/news/130419_kwoty_pl.htm; stan na dzień 20.01.2014 r.
- Vinnicombe S., Singh V.**, *The Female FTSE Index*, Cranfield School of Management, Cranfield 2003, <http://www.som.cranfield.ac.uk/som/dinamic-content/research/documents/ft2008.pdf>; stan na dzień 10.03.2014 r.
- Wieruszewski R., Sękowska-Kozłowska K.**, *Ocena w sprawie dopuszczalności stosowania kwot płci w zarządach spółek w świetle postanowień prawa międzynarodowego*, <http://www.rownoseplci.pl/uploads/pdf/1131300840.pdf>; stan na dzień 17.12.2013 r.

Dokumenty:

- Analiza McKinsey & Company z 2007 r. *Women matter*; Catalyst, *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender*, New York 2004.
- Credit Suisse, *Global Wealth Report 2012*, <http://www.thefinancialist.com/wp-content/uploads/2012/10/2012-GlobalWealthReport-.pdf>; stan na dzień 18.12.2013 r.
- Komisja Europejska, baza danych na temat udziału kobiet i mężczyzn w procesach decyzyjnych, http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/gender-decision-making/index_en.htm; stan na dzień 11.12.2013 r.
- Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, *Strategia na rzecz równości kobiet i mężczyzn 2010–2015* <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0491:FIN:pl:PDF>; stan na dzień 6.11.2013 r.
- Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie poprawy równowagi płci wśród dyrektorów niewykonawczych spółek, których akcje są notowane na giełdzie i odnośnych środków, COM(2012) 614 final – 2012/0299 (COD), <http://www.infor.pl/dzienniki-unii-europejskiej,seria-C,rok,2013,nr,133.html>; stan na dzień 24.03.2014 r.
- Raport Komitetu Równych Szans Kobiet i Mężczyzn Zgromadzenia Parlamentarnego Rady Europy *Kobieta a kryzys gospodarczy i finansowy* z dnia 8 kwietnia 2010 r., <http://www.rownoseplci.pl/uploads/pdf/1131300840.pdf>; stan na dzień 26.01.2014 r.
- Reier S.**, *In Europe, women finding more seats at the table*, *The New York Times*, 22 marca 2008, http://www.nytimes.com/2008/03/22/business/worldbusiness/22director.html?pagewanted=all&_r=0; stan na dzień 29.12.2013 r.

- Rysa na europejskim szklanym suficie: Parlament Europejski poparł wniosek legislacyjny Komisji w sprawie kobiet w zarządkach spółek, European Commission – IP/13/1118 20/11/2013, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-1118_pl.htm; stan na dzień 20.03.2014 r.*
- Sprawozdanie na temat inicjatyw Komisji Europejskiej w obszarze wymiaru sprawiedliwości, 106/2013, Bruksela, październik 2013 r.
- Sprawozdanie nt. propozycji Komisji Europejskiej ws. 40% udziału kobiet we władzach spółek, 94/2012, Bruksela, 14 listopada 2012 r., <http://www.senat.gov.pl/download/gfx/senat/pl/defaultopisy/296/4/1/094.pdf>; stan na dzień 11.01.2014 r.
- Women on Boards in Europe. From a Snail's Pace to a Giant Leap?*, European Women's Lobby Report on Progress, Gaps and Good Practice 2012.
- Working Paper *The Quota instrument: different approaches across Europe*, European Commission's Network to Promote Women in Decision-making in Politics and the Economy, 2011.

Małgorzata STĘPIEŃ

WOMEN IN STATUTORY ORGANS OF COMPANIES

(Summary)

The problem of gender diversity in statutory organs of companies affects many countries. The result is an ongoing debate on improving the gender balance among members of supervisory boards of companies listed on stock exchanges. In article presents legal solutions in the field of gender diversity introduced by some countries, examines the contribution of women directors to board effectiveness and presents the current situation of the world on women on boards.

Keywords: gender equality, statutory bodies, the company

Ewa ŚNIEŻEK*
Michał WIATR**

ZINTEGROWANE RAPORTOWANIE BIZNESOWE PRZEDSIĘBIORSTWA SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNEGO W DOBIE ZRÓWNOWAŻONEGO ROZWOJU

Słowa kluczowe: zintegrowane raportowanie biznesowe, raport biznesowy, społeczna odpowiedzialność biznesu, nowoczesna sprawozdawczość finansowa, informacja finansowa

1. Wprowadzenie

XXI wiek to bez wątpienia era informacji. Współczesna rzeczywistość gospodarcza utraciła, niestety chyba bezpowrotnie, cechę trwałości będącą do tej pory gwarancją bezpieczeństwa funkcjonowania przedsiębiorstw. Podmioty gospodarcze działają obecnie w obszarze szybko rozwijających się rynków krajowych i międzynarodowych, zdominowanych coraz większą presją konkurencji. Funkcjonują w ciągle zmieniającym się i pełnym sprzeczności interesów otoczeniu. Muszą się dostosować do niełatwych warunków rynkowych i ciągłych zmian.

Ściśle ze sobą powiązane rynki międzynarodowe i krajowe współcześnie przypominają naczynia połączone, ponieważ reakcje jednych rynków wpływają bezpośrednio lub pośrednio na funkcjonowanie innych. Wiąże się to ściśle z łatwością i szybkością przepływu informacji¹. Wprowadzona przez

* Dr hab. prof. nadzw., Katedra Rachunkowości, Uniwersytet Łódzki; e-mail: esniezek@tlen.pl

** Dr, Katedra Rachunkowości, Uniwersytet Łódzki; e-mail: mwiatr@uni.lodz.pl

¹ E. Śnieżek, *Sprawozdawczość przepływów pieniężnych – krytyczna ocena i propozycja modelu*, Wyd. UŁ, Łódź 2008, s. 22–23.

McLuhana metafora globalnej wioski² jest już od dawna niezaprzeczalnym faktem – świat oplata coraz gęstsza sieć połączeń. Dynamiczne zmiany otoczenia są spowodowane głównie przez postępujące, wielowarstwowe procesy globalizacji. Otoczenie gospodarcze, w którym funkcjonują współczesne przedsiębiorstwa, pozostaje pod silnym wpływem ewolucji systemu finansowego – jej poszczególnych faz, wyodrębnianych ze względu na rodzaj związków między przedsiębiorstwami i krajami. Nieodłącznymi elementami globalnej gospodarki są krajowa i międzynarodowa rachunkowość oraz rozwijające się na jej gruncie, rozpatrywane wieloaspektowo i wielopłaszczyznowo, raportowanie biznesowe.

Celem artykułu jest wskazanie miejsca oraz perspektyw rozwoju i wdrażania zasad zintegrowanego raportowania biznesowego, w kontekście społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw ery globalizacji i zrównoważonego rozwoju. W artykule zastosowano metodę dedukcyjną, wspomaganą studiami literatury.

2. Kreowanie wizerunku przedsiębiorstwa a odbudowa zaufania do sprawozdawczości finansowej

Lata 2000–2002 zapisały się czarnymi zgłoskami w historii gospodarki światowej. Przyczyny kryzysu są związane w szczególności z powtarzającymi się skandalami finansowymi, informacjami o zmianach w przychodach tzw. firm *blue chip*³, zarzutami w stosunku do dyrektorów zarządzających o pobieranie zbyt wysokich wynagrodzeń, czy sprzedawaniem i kupowaniem papierów wartościowych spółek publicznych przez ich pracowników (tzw. *insider trading*). W większości przypadków winą za kryzys obciążano *top management*, który odpowiadał za rozluźnienie etyki i kontroli w swoich spółkach.

Praktyka manipulowania sprawozdaniami finansowymi, nakierowana na maksymalizację przyjętych celów, liczne skandale, związane z agresywną rachunkowością, oszustwami zarządów i aktywnym udziałem niektórych audytorów w poważnych nadużyciach, zachwiały społecznym zaufaniem

² Globalna wioska (*global village*) – termin wprowadzony przez McLuhana w 1962 roku. Zob. M. McLuhan, *The Gutenberg galaxy: The making of typographic man*, University of Toronto, Toronto 1962, s. 154.

³ Mianem *blue chip* określa się duże spółki giełdowe, które charakteryzują się bardzo dobrą sytuacją finansową, a co za tym idzie, cieszą się zaufaniem inwestorów.

do rzetelności i wiarygodności sprawozdań finansowych. Jednak regulacje wprowadzone po upadku Enronu⁴ nie zapobiegły pojawieniu się następnego kryzysu. Z pewnością zminimalizowały w znacznym stopniu jego skutki, ale problem transparentności i rzetelności raportów finansowych pozostał.

Tendencyjne kreowanie wizerunku przedsiębiorstwa spowodowało intensyfikację zjawiska określanego mianem „rachunkowości kreatywnej”⁵. S. Surdykowska twierdzi, że „rachunkowość kreatywna jest reakcją na bezradność norm w tych przypadkach, w których jednoznaczne określenie tego, co mierzyć i jak mierzyć jest po prostu niemożliwe, ponieważ proces ten, nawet w odniesieniu do jednego elementu będącego przedmiotem pomiaru, może zależeć od bardzo wielu decyzji”⁶.

Upadek Enronu i utrata dobrego imienia jego audytora okazały się tylko wierzchołkiem góry lodowej. Znacznie więcej spółek giełdowych w Stanach Zjednoczonych manipulowało księgami rachunkowymi, a firmy audytorskie niejednokrotnie tolerowały nieprawidłowości i agresywne działania zarządów. W związku z tym pojęcie rachunkowości kreatywnej w potocznym znaczeniu uzyskało negatywne konotacje; kojarzy się ona z oszustwem, fałszerstwem i malwersacjami. Tymczasem rachunkowość kreatywną należy postrzegać jako takie prowadzenie ksiąg rachunkowych i sporządzanie sprawozdań finansowych, które w rzeczywisty sposób oddaje prawdę o sytuacji majątkowej i finansowej podmiotu oraz jego dokonaniach (wykorzystując przy tym elastyczność regulacji prawnych czyli prawo wyboru w rachunkowości, ang. *accounting choice*).

Kreatywność w takim rozumieniu jest i będzie stosowana w rachunkowości przez wszystkie bez wyjątku przedsiębiorstwa, a historia kreatywnej rachunkowości jest tak stara, jak sporządzanie sprawozdań finansowych i podawanie ich do publicznej wiadomości. Jest przecież rzeczą naturalną, że przedsiębiorstwa starają się w taki sposób przedstawić dane finansowe, aby tworzyły one jak najkorzystniejszy ich wizerunek. Elastyczność norm zapewnia możliwość i daje przyzwolenie stosowania rachunkowości kreatywnej, gdzie

⁴ Owocem pracy Komisji była Ustawa Sarbanes-Oxley (SOX), uzupełniająca regulacje wydane w latach 1933–34.

⁵ Por. E. Śnieżek, M. Wiatr, *Rachunkowość a tendencyjne kreowanie obrazu działalności przedsiębiorstwa*, Prace i Materiały Wydz. Zarządz. UG, Fundacja Rozwoju UG 2011/1.

⁶ S. Surdykowska, *Normatywne i kreatywne aspekty rozwoju rachunkowości*, [w:] L. Cebo (red.), *Podstawowe problemy rachunkowości jako dyscypliny naukowej i działalności praktycznej*, Akad. Ekon. im. K. Adamieckiego, Katowice 2000, s. 207.

sformułowanie „kreatywna” ma dobre konotacje i zachęca do korzystania z możliwości niewykraczających poza prawo i etykę biznesu.

Tymczasem agresywna rachunkowość stanowi zagrożenie dla bezpieczeństwa obrotu gospodarczego pod każdą szerokością geograficzną. Żaden rynek nie jest na nią dostatecznie odporny, gdyż problem tkwi przede wszystkim w uczciwości zarządów przedsiębiorstw⁷. W celu odbudowania zaufania społecznego w rachunkowości, konieczne stało się położenie szczególnego nacisku nie tylko na etykę zawodu, ale również na przestrzeganie podstawowych zasad rachunkowości oraz raportowanie o szerokim zakresie merytorycznym. Współczesne przedsiębiorstwo musi zaangażować się w realizację koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu.

3. Społeczna odpowiedzialność biznesu w dobie zrównoważonego rozwoju

Podmioty gospodarcze, w celu zapewnienia kontynuacji działalności w warunkach konkurencji oraz globalizacji gospodarki, poszukują takich kierunków rozwoju, które nie tylko wpłyną na tworzenie wartości, ale będą również społecznie odpowiedzialne oraz ekologicznie przyjazne⁸. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa głównym powodem stosowania filozofii społecznej odpowiedzialności biznesu są czynniki kulturowe, wynikające ze wzrostu znaczenia pozamaterialnych aspektów charakteryzujących ofertę rynkową przedsiębiorstwa. Biznes społecznie odpowiedzialny to odpowiedź na zmiany zachodzące w otoczeniu przedsiębiorstwa, a wspólnym mianownikiem działań jest troska o człowieka i środowisko, w którym żyje, a także o zrównoważony rozwój gospodarki.

Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR) jest koncepcją, według której firmy dobrowolnie prowadzą działalność uwzględniającą interesy społeczne i ochronę środowiska, a także relacje z interesariuszami⁹, czyli grupami lub

⁷ E. Śnieżek, M. Wiatr, *Kreatywna czy oszukańcza sprawozdawczość finansowa. Sygnały, symptomy, diagnoza*, Przegląd Organizacji 2011/11, s. 10.

⁸ Por. P. Roszkowska, *Rewolucja w raportowaniu biznesowym. Interesariusze, konkurencyjność, społeczna odpowiedzialność*, Difin, Warszawa 2011, s. 43.

⁹ Społeczna odpowiedzialność biznesu posiada swoje standardy, m.in. AA1000. Jest to jeden ze standardów społecznej odpowiedzialności biznesu, wypracowany w 1999 roku przez Instytut na rzecz Społecznej i Etycznej Odpowiedzialności (Institute of Social and Ethical

jednostkami, które mogą wpływać lub są pod wpływem działania przedsiębiorstwa za pośrednictwem jego produktów, strategii i procesów. Odpowiedzialne społecznie przedsiębiorstwo nie tylko spełnia wszystkie wymagania formalne, ale także dobrowolnie angażuje się, inwestując w zasoby ludzkie, ochronę środowiska i relacje z interesariuszami¹⁰.

Odpowiedzialny biznes to podejście strategiczne i długofalowe, oparte na zasadach dialogu społecznego; to osiągnięcie trwałego zysku przy jednoczesnym mądrym kształtowaniu relacji z otoczeniem; to potężne narzędzie zarządzania; to także poczucie odpowiedzialności za konsumenta, inwestora, społeczeństwo, środowisko naturalne, za sukces gospodarki; stosowanie przejrzystych praktyk biznesowych opartych na szacunku dla pracowników, społeczności i środowiska¹¹.

W Polsce strategia CSR jest nadal tematem relatywnie nowym i nie do końca poznanym. Cieszy się rosnącym zainteresowaniem, z jednej strony podmiotów związanych z biznesem oraz administracją państwową, a z drugiej – mediów. Z punktu widzenia przedsiębiorstw ta koncepcja staje się wyznacznikiem ładu korporacyjnego oraz priorytetem w budowaniu kompleksowej strategii rozwoju przedsiębiorstwa¹².

Społeczną odpowiedzialność biznesu zdecydowanie łatwiej zauważyć w dużych przedsiębiorstwach (w tym w koncernach międzynarodowych), które działania w zakresie CSR mają bezpośrednio wpisane w ogólną strategię. Takie firmy są też najbardziej świadome korzyści płynących z realizacji działań w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu. Duże przedsiębiorstwa i koncerny międzynarodowe częściej promują swoją działalność w zakresie CSR, prowadząc kampanie informacyjne lub publikując okresowe raporty na ten temat. Mniejsze firmy, mimo że w praktyce realizują pewne działania

AccountAbility), włączający kwestie społeczne i etyczne do zarządzania strategicznego organizacją. Innym standardem społecznej odpowiedzialności biznesu jest SA8000. To zbiór zasad i procedur chroniących podstawowe prawa pracownicze, norma powstała w celu niezależnej weryfikacji wymogów społecznej odpowiedzialności, jakie powinno spełniać przedsiębiorstwo.

¹⁰ P. Roszkowska, *Rewolucja...*, s. 41–44.

¹¹ B. Gierusz, T. Martyniuk, *Rola rachunkowości w świetle społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa (CSR)*, [w:] Pracownicy Katedry Rachunkowości SGH (red.), *Problemy współczesnej rachunkowości*, SGH, Warszawa 2009, s. 125–136.

¹² Zob. szerzej W.M. Grudzewski, I.K. Hejduk, A. Sankowska, M. Wańtuchowicz, *Sustainability w biznesie, czyli przedsiębiorstwo przyszłości, zmiany paradygmatów i koncepcji zarządzania*, Poltext, Warszawa 2010, s. 299–325.

w ramach społecznej odpowiedzialności biznesu, nie są świadome przynależności ich działań do sfery CSR i nie posiadają zazwyczaj żadnej strategii w tym zakresie¹³.

Należy jednak pamiętać, że społeczna odpowiedzialność biznesu nie oznacza, że przedsiębiorstwo i jego właściciele, rezygnując z zysku, mają poświęcić się działalności ekologicznej i prospołecznej. Ważne jest to, by w strategii dążenia do jak najwyższego zysku uwzględniali także aspekty społeczne i ekologiczne. Tworzy się w ten sposób sprzyjający klimat społeczny, w którym przedsiębiorstwa mogą – z korzyścią dla gospodarki i społeczeństwa – realizować strategie harmonijnego i zrównoważonego rozwoju¹⁴.

Jednym z istotnych elementów społecznej odpowiedzialności biznesu, mającym zapewnić lepsze funkcjonowanie podmiotów gospodarczych, ma być efektywny nadzór korporacyjny¹⁵. Różnorodne rozumienie pojęcia nadzoru korporacyjnego wpływa na zróżnicowanie systemów określających zakres odpowiedzialności wynikający z definiowania charakteru relacji między spółką a kluczowymi grupami ją tworzącymi¹⁶. Nadzór właścicielski i regulacje jego zasad przyczyniają się do sprawniejszego funkcjonowania podmiotów gospodarczych w globalnym otoczeniu. Mają zagwarantować efektywne i przejrzyste zarządzanie oraz zmaksymalizować ochronę akcjonariuszy mniejszościowych¹⁷.

Ujawnianie oznacza udostępnianie informacji. Jej spektrum nieustannie się rozszerza. Sytuacja taka została wymuszona protestami społeczeństwa przeciwko oddziaływaniu biznesu na środowisko naturalne człowieka, przeciwko niszczącemu normy społeczne i etyczne postępowaniu firm kierujących się jedynie zyskiem, a także przeciwko naciskowi potężnych, globalnych firm na

¹³ Zob. E. Śnieżek, *Społecznie odpowiedzialne przedsiębiorstwo przyszłości w kontekście ponadczasowych przemyśleń prof. Elżbiety Burzym* (w druku).

¹⁴ E. Burzym, *Społeczna funkcja rachunkowości*, Zesz. Teoret. Rach. 2008/45(101), s. 73–74.

¹⁵ Niektórzy autorzy uważają, że nadzór korporacyjny to nowoczesna nazwa problemu, który od wielu lat nurtuje spółki, a który dotyczy sposobu, w jaki menedżerowie odpowiadają przed akcjonariuszami i różnymi grupami interesariuszy (rozliczają się przed nimi) oraz zapewniają spółce strukturę właściwie służącą realizacji tego celu.

¹⁶ Por. J. Gad, *Mechanizm wewnętrzny nadzoru korporacyjnego a system rachunkowości w polskich spółkach publicznych – nowe regulacje oraz wyniki badań*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec. 2011/690, *Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia* (41), s. 777–788.

¹⁷ J. Adamczyk, *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009, rozdział 1.

społeczności lokalne, gdzie realizują one swoje zamierzenia, nie zawsze licząc się z korzyściami danego społeczeństwa¹⁸.

Społeczna odpowiedzialność biznesu wiąże się przede wszystkim z założeniem rozwoju przedsiębiorstwa, przy zastosowaniu dobrych praktyk biznesu, ekologii i etyki. Ujawnianie informacji innych niż zawarte w samych sprawozdaniach finansowych ma obecnie coraz większe znaczenie na rynku światowym i wywołuje nieustające dyskusje nad kształtem i przydatnością tzw. raportu biznesowego.

4. Raport biznesowy jako odzwierciedlenie współczesnych tendencji rozwojowych w sprawozdawczości finansowej

W nurt globalizacji wpisuje się rozwój zarządzania strategicznego, strategicznej rachunkowości zarządczej oraz nowoczesne trendy w internacjonalizacji zasad i procedur sporządzania i prezentowania sprawozdań finansowych. Szeroki zakres konwergencji między rachunkowością finansową i rachunkowością zarządczą niesie naturalne konsekwencje dla sprawozdawczości finansowej, wymuszając jej integrację z raportami zarządczymi, co jest ważne zarówno dla inwestora, jak i dla zarządu. Dynamika rozwoju biznesu sprawia, że wdrażanie MSR i MSSF staje się procesem zdeterminowanym świadomością zarządów spółek, inwestorów i audytorów. Epokowy charakter tych zmian nie ulega wątpliwości.

Obecnie panuje przekonanie, że sprawozdawczość, skupiając się za bardzo na formie prawnej, a za mało uwagi poświęcając treści ekonomicznej, nie jest w stanie sprostać rosnącym potrzebom i wymaganiom inwestorów, którzy nie zadowolają się już suchą informacją z raportów finansowych. Preferuje nadal przeszłość, a nie przyszłość, koszt, a nie wartość, stąd wynika jej skupianie się na ustalaniu zysku memoriałowego. Współcześnie od rachunkowości oczekuje się niemal cudu¹⁹.

¹⁸ Por. E. Śnieżek, M. Perlińska, *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa w dobie zrównoważonego rozwoju*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2012/276, s. 203–216.

¹⁹ Sprawozdawczość finansowa podlega w ostatnich latach nieustającej krytyce; chodzi przede wszystkim o dokonywanie pomiaru w koszcie historycznym. Wynika to z faktu, że wycena wstępna jest czynnością pierwotną w stosunku do pomiaru i prezentacji dokonań, zatem jednoznacznie determinuje koszty ujmowane w rachunku zysków i strat i wpływa na wielkość wyniku

Przyspieszone tempo ewolucji kształtu i zawartości sprawozdawczości finansowej w ostatnich latach spowodowało, że coraz częściej mówi się o tzw. raporcie biznesowym. Jest to zmodyfikowane, przebudowane sprawozdanie finansowe, uzupełnione o nowe informacje finansowe i niefinansowe, w ujęciu *ex post* i *ex ante*, tabelaryczne i opisowe itp.²⁰ Ewolucyjny charakter przekształcenia klasycznego sprawozdania finansowego w raport biznesowy jest bezdyskusyjny.

W sprawozdawczości biznesowej zarząd jednostki musi zdecydować, które informacje ujawnić i jakie korzyści z ich posiadania odniosą użytkownicy. Zamknięcie luki informacyjnej (różnicy między wagą przypisywaną danej informacji lub miernikowi przez jego użytkownika a poziomem zaspokojenia jego potrzeb informacyjnych przez zarząd przedsiębiorstwa) może nastąpić nie tylko poprzez ujawnienie tzw. aktywów niewidzialnych czy wskaźników sukcesu nowych produktów, wzrostu udziału w rynku itp. Jej zamykanie odbywa się również poprzez wypełnienie tzw. luki sprawozdawczości²¹, czyli poprzez ujawnienie takich informacji finansowych i w taki sposób, że ocena ich przydatności informacyjnej, zarówno przez użytkowników, jak i przez zarząd, będzie wysoka.

Wprowadzenie do praktyki gospodarczej obowiązku publikowania raportów biznesowych ma szereg korzyści, wśród których należy wymienić: zwiększenie zaufania do zarządu podmiotu (zarówno inwestorzy jak i analitycy finansowi szczególnie mocno podkreślają tę korzyść²²), możliwość poszerzenia bazy inwestorów strategicznych, zwiększenie zainteresowania analityków, poprawę i zwiększenie dostępu do kapitału oraz wzrost cen akcji.

Z przyjęciem i akceptacją raportów biznesowych wiąże się także szereg dylematów wynikających z obawy przed negatywnym wpływem zakresu ujawnień na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość dla właściciela. Do najczęściej wymie-

finansowego jednostki. W przypadku spółek publicznych właściwie sporządzone sprawozdania mają szczególne znaczenie, ponieważ zawarte w nich informacje finansowe są podstawą do obliczania wielu wskaźników, na bazie których aktualni i potencjalni inwestorzy oceniają atrakcyjność konkretnej spółki, co z kolei przekłada się na kształtowanie kursów jej akcji.

²⁰ E. Śnieżek, *Sprawozdawczość...*, s. 332–337.

²¹ A. Gajewska-Jedwabny, *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, [w:] A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2007, s. 506–510.

²² Por. E. Jaworska, *Zmiana podejścia do sprawozdawczości w aspekcie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec. 2011/668, Rynki finansowe, ubezpieczenia (41), s. 573–583.

nianych należą: groźba utraty przewagi konkurencyjnej, ryzyko pozwów sądowych oraz podniesienie kosztów przygotowania, prezentacji oraz uwiarygodnienia publikowanych informacji²³.

W modelowym raporcie biznesowym powinno się ująć pełny zestaw informacji koniecznych do prawidłowego zdiagnozowania standingu finansowego podmiotu. Postulaty dotyczące dodatkowych, obowiązkowych i uznaniowych ujawnień zacierają wyraźnie w kierunku powszechnego uwzględnienia w raportach biznesowych informacji zarządczych. Kapitał intelektualny, relacje ze społeczeństwem i środowiskiem, nadzór korporacyjny – te elementy powodują, że raport biznesowy zyskuje powszechnie miano raportu zintegrowanego. Dokąd zmierzamy w poszukiwaniu modelu takiego raportu? Działania warunkujące odpowiedź na to pytanie podejmowane są na naszych oczach.

5. Perspektywy rozwoju zintegrowanego raportowania biznesowego

Zintegrowane raportowanie to wkład biznesu w realizację polityki zrównoważonego rozwoju gospodarczego²⁴ oraz osiągnięcie równowagi między efektywnością i dochodowością, a interesem społecznym.

Ze względu na stopień powiązania idei odpowiedzialnego biznesu z rachunkowością, z reguły wyróżnia się następujące warianty rozwiązań kwestii zintegrowanego raportowania biznesowego²⁵:

- 1) odrębna prezentacja informacji na temat społecznego i środowiskowego zaangażowania przedsiębiorstwa i sprawozdań finansowych;
- 2) integracja obu systemów informacyjnych poprzez uwzględnienie w wyniku finansowym skutków działań z zakresu zrównoważonego rozwoju;
- 3) zastąpienie sprawozdawczości finansowej – dla oceny wyników jednostki z punktu widzenia wszystkich interesariuszy – kompleksowym raportem akcentującym koszty i korzyści z tytułu inicjatyw podejmowanych w obszarze odpowiedzialnego biznesu.

²³ Por. np. **T. Gabrusewicz**, *Rachunkowość odpowiedzialności społecznej w kształtowaniu zasad nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.

²⁴ Przykładem próby regulacji sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju jest raport według zaleceń Global Reporting Initiative (GRI), jest on wystandaryzowany i może zostać sporządzony na trzech podstawowych poziomach aplikacji z wytycznymi.

²⁵ **A. Paszkiewicz, A. Szadzińska**, *Raportowanie rozwoju zrównoważonego przedsiębiorstw według wytycznych GRI*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec. 2011/668/41, s. 641–644.

Obecnie zazwyczaj stosowane jest pierwsze rozwiązanie, które można traktować jak informację dodatkową, uzupełnienie i rozszerzenie tradycyjnej sprawozdawczości finansowej. Jednak coraz częściej jednostki decydują o przyjęciu trzeciego rozwiązania. Zintegrowane raportowanie jest przedmiotem zainteresowania wielu organizacji biznesowych, regulatorów krajowych i międzynarodowych, a także samych przedsiębiorstw. W kwietniu 2013 r. Międzynarodowa Rada Sprawozdawczości Zintegrowanej (International Integrated Reporting Council) wydała projekt założeń koncepcyjnych zintegrowanego raportowania. Stanowi on ważną próbę ukierunkowania raportowania przedsiębiorstw na dostarczenie inwestorom wielowymiarowego obrazu ich działalności (w sferze etyki, finansów i społecznej odpowiedzialności).

Wspomniane założenia koncepcyjne mogą być wykorzystane jako szkielet współczesnego raportowania zintegrowanego, a także jako wskazówki dla podmiotów, które dążą jedynie do poprawienia użyteczności swoich raportów. Jest to ważny krok w kierunku lepszego dialogu z inwestorami. Założenia koncepcyjne zintegrowanego raportowania zbudowano na siedmiu, powiązanych ze sobą, filarach: model działalności, omówienie zasad organizacji i otoczenia zewnętrznego przedsiębiorstwa, ryzyka i możliwości, strategia i alokacja zasobów, wyniki działalności, perspektywy oraz ład korporacyjny. Założenia nie są obligatoryjne. Oczekuje się, że wpłyną one znacząco na sprawozdawczość jednostek, poprzez wprowadzenie dodatkowych miar skuteczności działania, skoncentrowanych na działaniach operacyjnych i społecznych, oraz zwiększenie nacisku na omówienie kluczowych aktywów firmy (np. baz klientów, własności intelektualnej czy reputacji). Silniejszy akcent zostanie położony na wskazanie i skomentowanie czynników wpływających na wyniki działalności podmiotu w przyszłości.

Raportowanie zintegrowane jest rekomendowane przez inwestorów i uznawane za dobrą praktykę komunikowania efektów działania przedsiębiorstwa stronom zainteresowanym. Mimo to w większości krajów jest to proces dobrowolny i nieuregulowany prawem, co więcej, mający także swoich przeciwników²⁶. Standardy oraz procedury sprawozdawczości i weryfikacji danych w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu nadal są dopracowywane. Różnorodne – czasami konkurencyjne wobec siebie – organizacje, które

²⁶ A. Kamela-Sowińska, *Sprawozdawczość społeczna. Czy to jeszcze rachunkowość?*, [w:] Pracownicy Katedry Rachunkowości SGH (red.), *Problemy współczesnej rachunkowości*, Warszawa 2009, s. 213–228.

stawiają przed sobą różne cele i stosują różne podejścia, próbują opracować powszechnie stosowane ramowe struktury w tym zakresie²⁷. W przypadku większości przedsiębiorstw, zintegrowane raportowanie z zakresu zrównoważonego rozwoju jeszcze nie osiągnęło standardów jakości i spójności przyjętych dla innych rodzajów sprawozdawczości. Nawet w tych jednostkach, dla których raportowanie kwestii dotyczących ekologii i środowiska stanowi priorytet, w sporządzanych publikacjach nie obowiązują normy i wymogi stosowane w odniesieniu do tradycyjnej sprawozdawczości finansowej²⁸.

6. Zakończenie

W dobie wciąż rosnącego zapotrzebowania na informację finansową w różnych przekrojach merytorycznych i czasowych, ogromnego znaczenia nabierają działania podejmowane w kierunku wypracowania i ugruntowania w biznesie trwałych i ogólnie akceptowanych fundamentów systemu informacyjnego jednostek gospodarczych. Były przewodniczący Rady Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, sir David Tweedie w swoich wystąpieniach podkreślał niejednokrotnie, że: „zdrową infrastrukturę sprawozdawczości finansowej należy budować, opierając się na czterech filarach: na standardach rachunkowości, które będą spójne, wyczerpujące i oparte na jasnych zasadach, a tym samym umożliwią odzwierciedlanie w sprawozdaniach finansowych realiów ekonomicznych stanowiących ich podłoże, na efektywnych praktykach ładu korporacyjnego (w tym wymogu silnej kontroli wewnętrznej) obejmujących wdrażanie standardów rachunkowości, na praktykach audytu pozwalających zewnętrznym odbiorcom żywić zaufanie, że podmiot gospodarczy rzetelnie przedstawia swoje wyniki ekonomiczne i sytuację finansową oraz na sprawnym mechanizmie egzekwowania lub nadzoru gwarantującego, że zasady określone w standardach rachunkowości i audytu są rzeczywiście przestrzegane”²⁹.

²⁷ **J. Krasodomska**, *Zintegrowana sprawozdawczość spółek w 2020 roku*, Zesz. Teoret. Rach. 2012/66(122), s. 101–110.

²⁸ Por. **I. Sobańska**, *Pomiar i komunikowanie dokonań w ciągłym doskonaleniu procesów przedsiębiorstwa*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 2012/263.

²⁹ Wystąpienie przed Komisją Bankowości, Gospodarki Mieszkaniowej i Miejskiej Senatu Stanów Zjednoczonych Ameryki, Washington, 9 września 2004 r. (na podstawie materiałów pochodzących ze strony internetowej www.deloitte.com, stan na dzień 20.10.2007 r.).

W naukach ścisłych wciąż dokonuje się nowych odkryć, medycyna nieustannie szuka odpowiedzi, a regulacje prawne ciągle się zmieniają. To samo dzieje się w rachunkowości. Użytkownicy sprawozdań finansowych są trudnymi partnerami w dyskusjach na temat istotności i użyteczności informacji finansowej. Wizja nowoczesnego społeczeństwa podyktowana koncepcją zrównoważonego rozwoju jest celem nieustającego dążenia do odpowiedzi na pytanie: jak należy doskonalić system rachunkowości, a w nim sprawozdawczość finansową, aby był on użyteczny w realiach XXI wieku i zgodny z ideą zrównoważonego rozwoju?

Wobec braku etycznych teorii, pozwalających na obiektywny pomiar dobrobytu, konieczne jest, aby instytucje ustalające zasady rachunkowości opierały się na takich kryteriach jak odpowiedzialność i wiarygodność. Spory dotyczące tego, co powinno być ujawniane i w jakiej formie, będą zapewne nadal się toczyć. Dzięki nim rachunkowość jest żywym, wciąż podlegającym ewolucji, elementem systemu informacyjnego podmiotu gospodarczego, a nawet całej gospodarki.

Bibliografia

Opracowania:

- Adamczyk J.**, *Spoleczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
- Burzym E.**, *Spoleczna funkcja rachunkowości*, Zesz. Teoret. Rach. 2008/45(101).
- Gabrusewicz T.**, *Rachunkowość odpowiedzialności społecznej w kształtowaniu zasad nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Gad J.**, *Mechanizm wewnętrzny nadzoru korporacyjnego a system rachunkowości w polskich spółkach publicznych – nowe regulacje oraz wyniki badań*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec. 2011/690/41.
- Gajewska-Jedwabny A.**, *Relacje inwestorskie i raportowanie wartości*, [w:] Szablewski A., Tuzimek R. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2007.
- Gierusz B., Martyniuk T.**, *Rola rachunkowości w świetle społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa (CSR)*, [w:] Pracownicy Katedry Rachunkowości SGH (red.), *Problemy współczesnej rachunkowości*, SGH, Warszawa 2009.
- Grudzewski W.M., Hejduk I.K., Sankowska A., Wańtuchowicz M.**, *Sustainability w biznesie, czyli przedsiębiorstwo przyszłości, zmiany paradygmatów i koncepcji zarządzania*, Poltext, Warszawa 2010.
- Jaworska E.**, *Zmiana podejścia do sprawozdawczości w aspekcie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec. 2011/668/41.

- Kamela-Sowińska A.**, *Sprawozdawczość społeczna. Czy to jeszcze rachunkowość?*, [w:] Pracownicy Katedry Rachunkowości SGH (red.), *Problemy współczesnej rachunkowości*, Warszawa 2009.
- Krasodomska J.**, *Zintegrowana sprawozdawczość spółek w 2020 roku*, Zesz. Teoret. Rach. 2012/66(122).
- M. McLuhan**, *The Gutenberg galaxy: The making of typographic man*, University of Toronto, Toronto 1962.
- Paszkiewicz A., Szadziwska A.**, *Raportowanie rozwoju zrównoważonego przedsiębiorstwa według wytycznych GRI*, Zesz. Nauk. Uniw. Szczec. 2011/668/41.
- Roszkowska P.**, *Revolucja w raportowaniu biznesowym. Interesariusze, konkurencyjność, społeczna odpowiedzialność*, Difin, Warszawa 2011.
- Sobańska I.**, *Pomiar i komunikowanie dokonań w ciągłym doskonaleniu procesów przedsiębiorstwa*, Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica 2012/263.
- Surdykowska S.**, *Normatywne i kreatywne aspekty rozwoju rachunkowości*, [w:] *Podstawowe problemy rachunkowości jako dyscypliny naukowej i działalności praktycznej*, Akad. Ekonom. im. K. Adamieckiego, Katowice 2000.
- Śnieżek E., Perlińska M.**, *Rachunkowość i sprawozdawczość finansowa w dobie zrównoważonego rozwoju*, Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica 2012/276.
- Śnieżek E.**, *Społecznie odpowiedzialne przedsiębiorstwo przyszłości w kontekście ponadczasowych przemysłów prof. Elżbiety Burzym*, w druku.
- Śnieżek E.**, *Sprawozdawczość przepływów pieniężnych – krytyczna ocena i propozycja modelu*, Wyd. UŁ, Łódź 2008.
- Śnieżek E., Wiatr M.**, *Kreatywna czy oszukańcza sprawozdawczość finansowa. Sygnały, symptomy, diagnoza*, Przegląd Organizacji 2011/11.
- Śnieżek E., Wiatr M.**, *Rachunkowość a tendencyjne kreowanie obrazu działalności przedsiębiorstwa*, Prace i Materiały Wydz. Zarządzania UG, Fundacja Rozwoju UG, 2011/1.

Strony internetowe:

www.deloitte.com; stan na dzień 20.10 2007 r.

Ewa ŚNIEŻEK
Michał WIATR

**INTEGRATED BUSINESS REPORTING OF SOCIALLY RESPONSIBLE ENTERPRISE
IN THE ERA OF SUSTAINABLE DEVELOPMENT**

(Summary)

An integrated business reporting is currently strongly connected with an important economic phenomenon of mutual interaction between entrepreneurships and their economic, social and environmental surrounding.

The purpose of this article is to emphasize the importance of integrated business reporting for sustainable development of socially responsible business. The authors, using the deductive

method, assisted by literature studies, are considering a vision of business reporting for modern society, dictated by the concept of social responsibility and sustainable development, which is associated with a constant desire to answer the question: how to improve modern financial reporting, to make it useful in the economy of the twenty-first century and consistent with the idea of sustainable development.

Keywords: integrated business reporting, business report, corporate social responsibility, modern financial reporting, financial information

Agata WIECZOREK*

TRANSPARENTNOŚĆ POLITYKI WYNAGRADZANIA KADRY KIEROWNICZEJ W GRUPIE KAPITAŁOWEJ – ANALIZA PRZYPADKU NA PRZYKŁADZIE BANKU UNICREDIT

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, sektor bankowy, polityka wynagradzania menedżerów

1. Wstęp

Globalizacja gospodarki światowej spowodowała, że spółka, chcąc skutecznie konkurować na arenie międzynarodowej, musi prowadzić działalność na wielu rynkach lokalnych. Może to robić poprzez zakładanie nowych filii. Metoda ta wiąże się jednak z dużymi nakładami finansowymi. Spółka może także napotkać różnego rodzaju bariery (na przykład kulturowe, polityczne, społeczne), z którymi nie będzie w stanie sobie poradzić. Innym sposobem rozszerzenia swojej działalności jest wykup kontrolnego pakietu akcji w już istniejącej spółce, która prowadzi swoją działalność na danym rynku lokalnym, w tej samej branży. Pozwala to ograniczyć możliwość pojawienia się problemów wynikających między innymi z różnic kulturowych.

Tworząc grupę kapitałową, spółka dominująca może przekazać spółkom zależnym posiadany przez siebie kapitał *know-how*, finansowy czy też zasobów ludzkich. Dodatkowo spółka-matka może zdecydować o ujednoczeniu standardów nadzoru korporacyjnego we wszystkich spółkach należących do grupy kapitałowej. Jednym z nich jest transparentność. Ustalony z góry zakres ujawnianych danych obejmuje także politykę wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla i komitet ds. wynagrodzeń.

* Doktorantka w Katedrze Ekonomii Instytucjonalnej, Uniwersytet Łódzki; e-mail: agatka.wieczorek@interia.pl

Celem artykułu jest zbadanie, jakie standardy przejrzystości polityki wynagradzania stosuje grupa kapitałowa UniCredit. Czy wynikają one jedynie z litery prawa, czy też zostały stworzone w ramach grupy wewnętrzne standardy? Zostanie zanalizowane, czy poziom transparentności w zakresie wynagrodzeń czołowych menedżerów oraz komitetu ds. wynagrodzeń w spółkach zależnych (Bank Pekao SA i Bank Austria) jest zgodny z wymaganiami w spółce dominującej (Bank UniCredit). Porównany zostanie zakres informacji dotyczących wynagrodzeń osób zarządzających oraz funkcjonowania komitetu ds. wynagrodzeń, ujawnianych przez badane banki w ich raportach rocznych w latach 2005–2012.

2. Nadzór korporacyjny w grupach kapitałowych

Rozwój światowej gospodarki sprzyja powstawaniu nowych struktur wielopodmiotowych, które mają zapewnić poprawę pozycji na rynku spółek wchodzących w jej skład, a także pozwolić stworzyć przewagę konkurencyjną. Jedną z takich struktur są grupy kapitałowe, w skład których wchodzi: spółka dominująca i spółki zależne. Zgodnie z polskim prawem za spółkę dominującą uznaje się spółkę handlową, która spełnia choć jeden z warunków¹:

- a) dysponuje bezpośrednio lub pośrednio większością głosów na zgromadzeniu wspólników albo na walnym zgromadzeniu, także jako zastawnik albo użytkownik, bądź w zarządzie innej spółki kapitałowej (spółki zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami;
- b) jest uprawniona do powoływania lub odwoływania większości członków zarządu innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami;
- c) jest uprawniona do powoływania lub odwoływania większości członków rady nadzorczej innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami;
- d) członkowie jej zarządu stanowią więcej niż połowę członków zarządu innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej);

¹ Kodeks Spółek Handlowych z dn. 15 września 2000 r. (Dz.U. Nr 94, poz. 1037), art. 4, § 1, pkt 4.

- e) dysponuje bezpośrednio lub pośrednio większością głosów w spółce osobowej zależnej albo na walnym zgromadzeniu spółdzielni zależnej, także na podstawie porozumień z innymi osobami;
- f) wywiera decydujący wpływ na działalność spółki kapitałowej zależnej.

Posiadane akcje bądź udziały w danej spółce kapitałowej dają uprawnienia do udziału w walnych zgromadzeniach czy też w zgromadzeniach wspólników, a także dają prawo do udziału w pracach rady nadzorczej i/lub komisji rewizyjnej². W zależności od tego, jaką ilość akcji spółki-córki dysponuje spółka-matka, wyróżnia się kilka poziomów siły (intensywności) powiązań kapitałowych. Najniższa intensywność występuje wtedy, gdy spółka dominująca posiada tylko jedną akcję (bądź jeden udział). Pełna zaś – gdy 100% akcji spółki zależnej jest w rękach podmiotu dominującego. Pakiet ponad 50% akcji daje większość głosów na walnym zgromadzeniu, co stwarza układ dominacji i zależności w grupie kapitałowej. Z kolei posiadanie pakietu 20–50% akcji, czy też udziałów i równoznacznego pakietu głosów, stwarza możliwość wywierania znaczącego wpływu w układzie spółka dominująca – spółka stowarzyszona³.

Tworzenie grup kapitałowych jest trudnym przedsięwzięciem. Wynika to z faktu, iż wymaga ono rozwiązania wielu skomplikowanych problemów prawno-organizacyjnych, księgowych, a także podatkowych. Mimo tych trudności, wiele podmiotów gospodarczych decyduje się na ten rodzaj działalności. Powodem powstawania grup kapitałowych są liczne korzyści, które się z nimi wiążą, a do których można zaliczyć⁴:

- możliwość zwiększenia, wręcz zwielokrotnienia potencjału finansowego zgrupowania przez objęcie kontrolą zewnętrzną udziałów w kapitałach spółek wchodzących w skład struktur wielopodmiotowych;
- możliwość szybkiego zdywersyfikowania działalności i wejścia na nowe rynki krajowe i zagraniczne;

² **D. Grabiec**, *Powiązania w grupie kapitałowej i ich wpływ na jej konkurencyjność*, [w:] **T. Bernat** (red.), *Przedsiębiorstwo i państwo – wybrane problemy konkurencyjności*, Wyd. Uniw. Szczec., Szczecin 2007, s. 47.

³ *Ibidem*, s. 47.

⁴ **Z. Malara, P. Jarosz**, *Emisje giełdowe jako instrument budowy przewagi konkurencyjnej grup kapitałowych*, [w:] **B. Nogalski, P. Walentynowicz** (red.), *Zarządzanie w grupach kapitałowych. Aspekty organizacyjne, finansowe, właścicielskie i personalne*, Wyd. WSAiB im. E. Kwiatkowskiego w Gdyni, Gdynia 2004, s. 239–240.

- rozłożenie ryzyka prowadzenia dużych przedsięwzięć na szereg samodzielnych podmiotów, przy równoczesnym zabezpieczeniu przed skutkami upadłości poszczególnych części zgrupowania;
- możliwość prowadzenia elastycznej polityki finansowej w skali grupy, co pozwala na dofinansowywanie i zastępowanie kredytów bankowych tańszymi pożyczkami wewnętrznymi;
- uelastycznienie struktury wewnętrznej i zasad zarządzania, polegających na łatwości przyłączania lub pozbywania się członków grupy, oraz podatność na decentralizację funkcji operacyjnych;
- połączenia w jednej organizacji zalet dużych zgrupowań (siła ekonomiczna) i małych firm (przedsiębiorczość);
- możliwość utrzymania dotychczasowych klientów, poprzez zachowanie przez członków struktur wielopodmiotowych swych nazw firmowych wraz z ich reputacją, marką i wizerunkiem (*goodwill*);
- zarząd struktur wielopodmiotowych, uwolniony od angażowania się w działalność operacyjną poszczególnych spółek zależnych, może skupiać się na realizacji funkcji strategicznych w skali grupy;
- obniżenie kosztów stałych, dzięki redukcji aparatu administracyjnego i ograniczeniu środków na kontrolę jednostek zgrupowania oraz wprowadzeniu prawidłowych zasad obliczania wyników i kosztów w usamodzielnionych jednostkach.

Tworząc grupę kapitałową zakłada się, że wszystkie spółki wchodzące w jej skład osiągną korzyści. Jednak w praktyce rozkład tych korzyści bywa nierównomierny – jest bardziej korzystny dla spółki dominującej, przynosząc szkodę spółce zależnej, pozostałym jej akcjonariuszom i wierzycielom⁵.

Należy jednak pamiętać, że tworzenie grup kapitałowych ma także negatywne skutki. Największym z nich jest zagrożenie ograniczenia warunków konkurencji oraz wykorzystanie pozycji monopolistycznej w stosunku do klientów (zarówno dostawców, jak i odbiorców). Taka struktura podmiotowa może zachęcać do stosowania różnego rodzaju nadużyć finansowych, mających na celu ukrycie faktycznych dochodów spółek przed organami podatkowymi. Co więcej, mogą pojawić się trudności w prawidłowej ocenie sytuacji finansowej i powiązań zewnętrznych spółek zależnych w przypadku nieodpowiedniego

⁵ K. Postrach, *Struktura własności polskich banków w świetle nowych regulacji systemu bankowego w Unii Europejskiej*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź 2012, s. 131.

monitoringu i preferowania przez wyodrębnione spółki własnych interesów kosztem celów strategicznych zgrupowania⁶.

Spółka dominująca może wykonywać w stosunku do spółki zależnej wszelkie prawa, jakie wynikają z posiadanych przez spółkę dominującą akcji (udziałów), a także wpływać na decyzje w spółce zależnej poprzez posiadanych członków rady nadzorczej, a w przypadku zawarcia umowy o zarządzanie spółką zależną – również poprzez wprowadzenie swoich członków zarządu do spółki zależnej, i *de facto* zarządzać tą spółką⁷. Takie posunięcie przynosi wiele korzyści całej grupie kapitałowej. Wśród zalet powiązań personalnych można wymienić⁸:

- łatwiejszą i szerszą wymianę informacji wewnątrz grupy kapitałowej;
- wyższą skuteczność nadzoru właścicielskiego;
- wzmocnienie możliwości realizacji wspólnej polityki grupy kapitałowej;
- rozszerzenie możliwości awansu kadr kierowniczych spółek-córek na stanowiska kierownicze grupy, powodując tym samym zwiększoną motywację do działania na rzecz grupy;
- ograniczenie kosztów zarządu i zapotrzebowania na wysoko kwalifikowane kadry kierownicze.

Aby usprawnić działalność grupy kapitałowej, spółka dominująca może przenieść do spółek zależnych wykorzystywane w niej standardy nadzoru korporacyjnego. Wszystkie spółki wchodzące w skład grupy kapitałowej mogą posiadać takie same przepisy wewnętrzne, dotyczące tworzenia raportów okresowych i informacji w nich ujawnianych, powoływania i odwoływania członków zarządu i rad nadzorczych (rad dyrektorów – w przypadku modelu monistycznego), polityki wynagradzania osób zarządzających czy powoływania i zasad funkcjonowania komitetów tworzonych w ramach rady spółki. Takie działania mają za zadanie usprawnić funkcjonowanie grupy jako całości, a także przyspieszać proces rozwiązywania problemów, które mogą pojawić się w tak złożonym podmiocie.

⁶ Z. Malara, P. Jarosz, *Emisje giełdowe...*, s. 241.

⁷ *Spółka córka – spółka zależna. Zależności i różnice pojęciowe*, grudzień 2008, <http://www.lexagit.pl/prawo-spolek/spolka-corka-zalezna-roznice/>; stan na dzień 29.10.2013 r.

⁸ D. Grabiec, *Powiązania w grupie...*, s. 49.

3. Transparentność informacji w grupach kapitałowych – analiza przypadku

W sektorze bankowym wszystkie polskie banki publiczne posiadają akcjonariuszy dominujących, z czego większość to banki zagraniczne. Jednakże ciekawym przypadkiem jest bank Pekao SA (spółka zależna w grupie kapitałowej UniCredit), którego główny udziałowiec – bank UniCredit, podobnie jak Pekao SA, jest notowany na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych⁹. Dodatkowo Bank Austria, którego akcjonariuszem dominującym także jest bank UniCredit, również był notowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie do 23 maja 2008 r. Interesujące jest zatem, czy wszystkie trzy banki (Pekao SA, UniCredit oraz Bank Austria), funkcjonujące w ramach jednej grupy kapitałowej, posiadają ujednolicone standardy w zakresie ujawniania informacji o wynagrodzeniach kadry kierowniczej najwyższego szczebla oraz komitecie ds. wynagrodzeń. Badanie obejmuje lata 2005–2012. Informacje niezbędne do przeprowadzenia badania zostały zaczerpnięte z opublikowanych raportów rocznych, dostępnych na stronach internetowych badanych banków.

Bank UniCredit jest spółką dominującą w stosunku do banku Pekao SA i Banku Austria. W przypadku banku Pekao SA, bank UniCredit posiada w całym badanym okresie prawie 60% udziałów. W Banku Austria natomiast udział ten wynosi od 64,5% w 2005 roku do 99,9% w roku 2012. Stwarza to układ dominacji w stosunkach między bankiem UniCredit i bankiem Pekao SA oraz między bankiem UniCredit i Bankiem Austria. Posiadając tak silną pozycję w obu bankach, spółka dominująca może w znacznym stopniu oddziaływać na skład zarządu i rady nadzorczej spółek zależnych¹⁰. Wprowadzając do rady nadzorczej spółki zależnej menedżerów, którzy jednocześnie zasiadają w radzie spółki dominującej¹¹, bank UniCredit może efektywniej nadzorować działania osób zarządzających. Posiadając zaś swoich przedstawicieli w zarządach spółek zależnych, spółka dominująca może wykorzystać ich wiedzę i doświadczenie do lepszego wykorzystania potencjału spółek zależnych. Tabele 1a i 1b przedstawiają liczbę i udział członków odpowiednio: rady nadzorczej i zarządu banku Pekao SA i Banku Austria, którzy jednocześnie piastują stanowiska kierownicze w banku UniCredit.

⁹ Bank UniCredit zadebiutował na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie 20.12.2007 r.

¹⁰ Zarówno w banku Pekao SA, jak i Banku Austria funkcjonuje model dualistyczny.

¹¹ W banku UniCredit funkcjonuje model monistyczny.

TABELA 1A: Liczba i udział osób, które jednocześnie zasiadają w radzie nadzorczej banku Pekao SA / Banku Austria oraz piastują stanowisko kierownicze w banku UniCredit w latach 2005–2012

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pekao SA	liczba	3	3	3	3	2	3	2	3
	udziały	33,33	33,33	33,33	33,33	22,22	33,33	22,22	37,5
Bank Austria	liczba	3	6	6	6	6	5	5	6
	udziały	18,75	37,5	35,29	35,29	35,29	31,25	29,41	35,29

Źródło: oprac. własne.

TABELA 1B: Liczba i udział osób, które jednocześnie zasiadają w zarządzie banku Pekao SA / Banku Austria oraz piastują stanowisko kierownicze w banku UniCredit w latach 2005–2012

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Pekao SA	liczba	1	1	1	2	2	2	2	2
	udziały	12,5	12,5	12,5	22,22	28,57	28,58	33,33	33,33
Bank Austria	liczba	2	2	2	2	1	1	2	2
	udziały	33,33	22,22	22,22	28,57	14,29	16,67	25,0	25,0

Źródło: oprac. własne.

Na podstawie danych zawartych w tab. 1a i 1b można powiedzieć, że w badanym okresie bank UniCredit w niewielkim stopniu wykorzystuje możliwość zwiększenia wpływu na działalność spółek zależnych, wprowadzając swoich dyrektorów do zarządu bądź rady nadzorczej banku Pekao SA i Banku Austria. W obu przypadkach w radach nadzorczych zasiadało więcej osób, które jednocześnie były zatrudnione w spółce matce. W Banku Austria odsetek takich dyrektorów w całym badanym okresie był większy. W większości przypadków byli to jednak dyrektorzy niższego szczebla. W przypadku banku Pekao SA jedynie w roku 2010 Federico Ghizzoni pełnił jednocześnie funkcje w kadrze kierowniczej najwyższego szczebla w spółce-matce i spółce-córce. W Banku Austria w latach 2006–2009 oraz w roku 2012 co najmniej jedna osoba była w tym samym czasie dyrektorem w radzie banku UniCredit i członkiem rady nadzorczej Banku Austria. W zarządach obu banków zależnych osoby, które były zatrudnione także w banku UniCredit, należały do kierownictwa niższego szczebla. Tak niewielkie zaangażowanie dyrektorów rady banku dominującego w spółkach zależnych może wynikać z obawy, że zasiadanie jednocześnie w radzie dyrektorów oraz w organach spółek zależnych spowoduje natłok obowiązków i takie osoby nie będą tak efektywne jak dyrektorzy

zatrudnieni tylko w spółce dominującej. Innym wytłumaczeniem może być to, iż bank UniCredit, jako właściciel kontrolnego pakietu akcji w obu bankach, w sposób wystarczający kontroluje spółki zależne i nie musi odsyłać swoich pracowników do ich placówek.

Rozpatrując powiązania personalne w grupie kapitałowej na linii spółka dominująca – spółka zależna, warto także sprawdzić, czy takie rozwiązanie występuje pomiędzy samymi spółkami zależnymi. Tab. 2 przedstawia liczbę członków rady nadzorczej i zarządu, którzy są zatrudnieni jednocześnie w banku Pekao SA i Banku Austria.

TABELA 2: Liczba osób zasiadających jednocześnie w radach nadzorczych bądź zarządach banków: Pekao SA i Banku Austria w latach 2005–2012

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	2	2	2	2	4	3	3

Źródło: oprac. własne.

Na podstawie danych zawartych w tab. 2 można powiedzieć, że powiązania personalne w mniejszym stopniu występują między badanymi spółkami zależnymi niż między spółką-matką a spółką-córką. W badanym okresie liczba menedżerów, zatrudnionych jednocześnie w Banku Austria i banku Pekao SA sukcesywnie rosła. W 2005 roku jedna osoba zasiadała w radach nadzorczych obu banków. W latach 2006–2009 takich pracowników było już dwóch. W roku 2010 aż cztery osoby pełniły jednocześnie funkcje kierownicze bądź nadzorcze w banku Austria i banku Pekao SA. W latach 2011–2012 liczba osób, zatrudnionych jednocześnie w obu bankach, spadła do trzech. Takie wyniki mogą oznaczać, że w grupie kapitałowej UniCredit ważniejsze są powiązania między spółką dominującą i spółkami zależnymi niż między samymi spółkami zależnymi.

Działając w jednej grupie kapitałowej, spółki wchodzące w jej skład mogą prowadzić jednakową politykę w zakresie ujawniania informacji. Spółka dominująca, dzięki swojej pozycji w stosunku do spółek zależnych, może wprowadzić w nich te same standardy dotyczące transparentności, jakie obowiązują w niej samej. Takie działania mogą ułatwić funkcjonowanie grupy kapitałowej, szczególnie w przypadku, gdy centrala odpowiada za raporty okresowe wszystkich spółek wchodzących w jej skład. Grupa kapitałowa może zdecydować, że ujednotlaci swoje przepisy jedynie w pewnych obszarach. Jednym z nich może być polityka wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Liczba odbytych spotkań	UniCredit	–	10	12	7	7	5	8	6
	Pekao	–	–	2	6	4	6	2	5
	Austria	–	–	–	–	–	–	–	2
Wyszczególniona wysokość wynagrodzenia za członkostwo w Komitecie	UniCredit	–	–	tak	tak	tak	tak	tak	–*
	Pekao	–	–	–	–	–	–	–	–
	Austria	–	–	–	–	–	–	–	–

Objaśnienia: * – informacja ta znajduje się w osobnym raporcie *2013 Group Compensation Policy*, który nie jest jeszcze dostępny.

Źródło: oprac. własne.

Rozpatrując transparentność w zakresie polityki wynagradzania menedżerów w grupie kapitałowej, należy sprawdzić, jakie informacje dotyczące wynagrodzenia osób zarządzających badane banki ujawniają w raportach okresowych. Tab. 4 przedstawia informacje dotyczące wynagrodzenia kadry menedżerskiej, publikowane w raportach rocznych w badanym okresie przez bank UniCredit, bank Pekao SA oraz Bank Austria.

TABELA 4: Informacje dotyczące wynagrodzenia osób zarządzających, ujawniane przez badane banki w latach 2005–2012

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Całkowite wynagrodzenie dla całego zarządu	UniCredit	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	Pekao	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	Austria	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
Wynagrodzenie wraz ze strukturą dla całego zarządu	UniCredit	nie	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	Pekao	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	Austria	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
Całkowite wynagrodzenie poszczególnych członków	UniCredit	nie	nie	nie	nie	nie	nie	tak	nie*
	Pekao	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	Austria	nie	nie	nie	nie	nie	nie	nie	nie
Wynagrodzenie wraz ze strukturą dla poszczególnych członków zarządu	UniCredit	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	nie*
	Pekao	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak	tak
	Austria	nie	nie	nie	nie	nie	nie	nie	nie

Objaśnienia: * – informacje te zostały umieszczone w osobnym raporcie *2013 Group Compensation Policy*, który nie jest jeszcze dostępny.

Źródło: oprac. własne.

Z danych zawartych w tab. 4 można powiedzieć, że zakres ujawnianych informacji jest różny w każdym z badanych banków. Bank Pekao SA w całym badanym okresie podaje informacje o całkowitym wynagrodzeniu, wraz z podziałem na poszczególne składniki, zarówno dla całego zarządu, jak i indywidualnie dla każdego członka zarządu. Wynagrodzenie menedżerów ujawniane jest z podziałem na wynagrodzenie zasadnicze i bonusy za dany rok, pozostałe korzyści oraz bonusy wypłacone w danym roku za rok ubiegły. Bank Austria w latach 2005–2012 podaje w swoich raportach rocznych jedynie informacje na temat całkowitego wynagrodzenia zarządu, wraz z podziałem na wynagrodzenie zmienne i stałe. Nie ujawnia natomiast informacji o wynagrodzeniu (całkowitym bądź z podziałem na składniki) poszczególnych członków zarządu. W przypadku banku UniCredit w okresie 2006–2012 badany bank ujawnia informacje o całkowitym wynagrodzeniu wszystkich osób zarządzających, wraz z informacją o jego strukturze. W całym badanym okresie (poza rokiem 2011) bank UniCredit nie informuje, jakie jest całkowite wynagrodzenie poszczególnych menedżerów. Jednakże publikuje tabelę, w której przedstawia wynagrodzenie za poszczególne funkcje pełnione przez każdą osobę zarządzającą, wraz z podziałem na wynagrodzenie zasadnicze, wynagrodzenie niepieniężne, bonusy i inne korzyści oraz pozostałe wynagrodzenie. W roku 2011 bank UniCredit jeszcze bardziej uszczegółowił informacje o przyznawanym wynagrodzeniu menedżerom, dzieląc je na stałe wynagrodzenie (wynagrodzenie to zostało podzielone na: wynagrodzenie przyznane przez zgromadzenie akcjonariuszy, z tytułu frekwencji, koszty z tytułu zwrotu ryczałtu, wynagrodzenie dla poszczególnych dyrektorów zgodnie z sec. 2389 włoskiego kodeksu cywilnego, zatrudnieniowe stałe wynagrodzenie), wynagrodzenie za udział w Komitecie, wynagrodzenie zmienne nieoparte na własności (wynagrodzenie to zostało podzielone na: bonusy i inne korzyści oraz udziały w zyskach), wynagrodzenie niepieniężne oraz pozostałe wynagrodzenie.

Przy analizie wynagrodzenia kadry kierowniczej najwyższego szczebla należy zbadać udział poszczególnych składników w całkowitym wynagrodzeniu. Ze względu na fakt, iż Bank Austria nie ujawnia informacji o strukturze wynagrodzenia poszczególnych członków kadry zarządzającej, nie został on uwzględniony w tej części badania. Z uwagi na to, iż bank UniCredit i bank Pekao SA w inny sposób dzielą całkowite wynagrodzenie menedżerów, na potrzeby tej analizy całkowite wynagrodzenie zostało podzielone na wynagrodzenie podstawowe, wynagrodzenie niepieniężne, premie i bonusy

oraz pozycję pozostałe. Dodatkowo badaniem został objęty jedynie okres 2005–2011. Spowodowane jest to faktem, że bank UniCredit szczegółowe informacje na temat wynagrodzenia poszczególnych osób zarządzających za rok 2012 umieścił w raporcie *2013 Group Compensation Policy*¹², który nie jest jeszcze dostępny. W związku z tym tab. 5a i 5b przedstawiają udział poszczególnych składników wynagrodzenia w całkowitym wynagrodzeniu odpowiednio: prezesa i kadry zarządzającej (bez prezesa).

TABELA 5A: *Udział poszczególnych składników w wynagrodzeniu prezesa (całkowite wynagrodzenie – 100%) w bankach UniCredit i Pekao SA w latach 2005–2011*

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Wynagrodzenie podstawowe	UniCredit	4,69	6,26	4,53	12,16	9,74	9,25	72,37
	Pekao	45,72	47,21	45,03	48,55	17,29	89,35	33,18
Niepieniężne wynagrodzenie	UniCredit	0,13	0,30	0,14	0,34	0,19	0,40	11,28
	Pekao	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Premie i bonusy	UniCredit	53,33	48,74	62,91	0,00	15,05	4,54	15,41
	Pekao	52,40	51,79	54,02	38,08	0,00	0,00	17,55
Pozostałe	UniCredit	41,85	44,70	32,42	87,50	75,02	85,81	0,94
	Pekao	1,88	1,00	0,95	13,37	82,71	10,65	49,27

Źródło: oprac. własne.

TABELA 5B: *Udział poszczególnych składników w wynagrodzeniu kadry zarządzającej – bez prezesa (całkowite wynagrodzenie – 100%) w bankach UniCredit i Pekao SA w latach 2005–2011*

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Wynagrodzenie podstawowe	UniCredit	86,68	94,40	95,32	97,46	97,77	97,54	98,04
	Pekao	67,22	59,23	64,63	55,93	74,95	70,99	77,70
Niepieniężne wynagrodzenie	UniCredit	0,07	0,63	0,00	1,12	1,08	1,08	1,02
	Pekao	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Premie i bonusy	UniCredit	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Pekao	29,37	34,08	29,61	24,51	15,24	25,89	19,66
Pozostałe	UniCredit	13,25	4,97	4,68	1,42	1,15	1,38	0,94
	Pekao	3,41	6,69	5,76	19,56	9,81	3,12	2,64

Źródło: oprac. własne.

¹² Taka informacja została zamieszczona w raporcie rocznym banku UniCredit za rok 2012.

Na podstawie danych zawartych w tab. 5a i 5b można przedstawić następujące wnioski. Po pierwsze, struktury wynagrodzenia prezesów w banku UniCredit i banku Pekao SA znacznie się różnią. W spółce dominującej największy udział w całkowitym wynagrodzeniu prezesa mają premie i bonusy oraz pozycja pozostałe (poza rokiem 2011, gdzie ponad 70% wynagrodzenia całkowitego stanowiło wynagrodzenie podstawowe). W spółce zależnej zaś wynagrodzenie prezesa w latach 2005–2008 składało się przede wszystkim z wynagrodzenia podstawowego, premii i bonusów; w roku 2009 (2010) ponad 80% wynagrodzenia stanowiła pozycja pozostałe (wynagrodzenie podstawowe); natomiast w roku 2011 całkowite wynagrodzenie prezesa złożone było głównie z pozycji: pozostałe oraz wynagrodzenie podstawowe. Porównując wynagrodzenie prezesów w obu bankach można także zauważyć, że bank Pekao SA, w przeciwieństwie do banku UniCredit, w ogóle nie stosuje wynagrodzenia w formie niepieniężnej.

Po drugie, struktura wynagrodzenia kadry zarządzającej (bez uwzględnienia prezesa) w obu badanych bankach jest zbliżona. Głównym elementem całkowitego wynagrodzenia jest wynagrodzenie podstawowe: w banku UniCredit w całym badanym okresie stanowi ono ponad 85%, w banku Pekao SA zaś – ponad 55%. Co ciekawe, w latach 2005–2011 premie i bonusy w banku zależnym stanowiły od 15% do 34% całkowitego wynagrodzenia menedżerów, podczas gdy bank dominujący nie wynagradzał w ten sposób osób zarządzających.

Po trzecie, struktura wynagrodzenia prezesa, w porównaniu do pozostałych członków kadry zarządzającej, znacznie się różni w obu badanych bankach. W przypadku banku Pekao SA, podczas gdy udział poszczególnych składników w wynagrodzeniu prezesa w badanym okresie ulegał zmianom, wynagrodzenie kadry kierowniczej najwyższego szczebla było stabilne i składało się w głównej mierze z wynagrodzenia podstawowego oraz premii i bonusów. W banku UniCredit sytuacja wygląda nieco inaczej. W latach 2005–2010 wynagrodzenie prezesa składało się przede wszystkim z premii i bonusów oraz pozycji pozostałe (w roku 2011 z wynagrodzenia podstawowego, premii i bonusów oraz wynagrodzenia niepieniężnego), podczas gdy wynagrodzenie kadry zarządzającej to w głównej mierze wynagrodzenie podstawowe, którego udział z roku na rok wzrastał (w roku 2005 – 86,68%, zaś w roku 2011 – 98,04%).

4. Zakończenie

Tworząc grupę kapitałową, spółki wchodzące w jej skład decydują się na realizację wspólnego celu, jakim może być osiągnięcie pozycji konkurencyjnej na rynku, rozszerzenie swojej działalności lub też maksymalizacja efektów skali. Spółka dominująca, dzięki swojej pozycji w stosunku do spółek zależnych, jest w stanie przenieść funkcjonujące w niej standardy nadzoru korporacyjnego do spółek-córek. Dzięki temu posunięciu spółka-matka jest w stanie efektywniej kontrolować spółki, w których jest akcjonariuszem dominującym. Decydując się na ujednoczenie standardów w całej grupie kapitałowej, spółka dominująca może wybrać tylko kilka kluczowych obszarów, które będą identyczne dla wszystkich spółek. Jednym z takich obszarów jest polityka wynagradzania kadry kierowniczej najwyższego szczebla wraz z komitetem ds. wynagrodzeń.

Na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych jest wiele spółek, które wchodzą w skład różnych grup kapitałowych. Jednakże ciekawym zjawiskiem są banki Pekao SA, UniCredit i Bank Austria, które wchodzą w skład grupy kapitałowej UniCredit i które były bądź są uczestnikami Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. W artykule została przeprowadzona analiza mająca na celu sprawdzenie, czy banki Pekao SA, Bank Austria (spółki zależne) i bank UniCredit (spółka dominująca), wchodzące w skład jednej grupy kapitałowej, posiadają takie same standardy w zakresie transparentności wynagrodzeń osób zarządzających i komitetu ds. wynagrodzeń w latach 2005–2012.

Wyniki badań pokazują, że w zakresie ujawniania informacji o komitecie ds. wynagrodzeń badane banki upubliczniają zbliżone dane. Przy czym bank UniCredit, który jest spółką dominującą, charakteryzuje się najwyższym poziomem transparentności w całym badanym okresie. Spółka zależna, jaką jest bank Pekao SA, poza informacją o poziomie wynagrodzenia za zasiadanie w tym komitecie, ujawnia te same dane co bank UniCredit. Bank Austria zaś, także spółka zależna w stosunku do banku UniCredit, w okresie 2005–2012 poszerzała obszar upublicznianych informacji, by w 2012 roku osiągnąć poziom transparentności równy bankowi Pekao SA.

W zakresie ujawniania informacji o wynagrodzeniach osób zarządzających przeprowadzona analiza pokazała, że w grupie kapitałowej UniCredit nie występują jednolite standardy w tym obszarze. Bank UniCredit charakteryzuje się tu najwyższym poziomem transparentności, szczegółowo opisując strukturę

wynagrodzenia poszczególnych członków kadry zarządzającej. Bank Pekao SA także ujawnia całkowite wynagrodzenie dla każdego z menedżerów, wraz z podziałem na składniki. Jednakże lista wymienianych przez niego elementów jest mniej szczegółowa w porównaniu do publikowanej przez bank UniCredit – szczególnie w roku 2011. Bank Austria natomiast podaje jedynie łączne wynagrodzenie wraz z podziałem na składniki dla całej kadry zarządzającej.

Przeprowadzona analiza miała na celu także sprawdzenie, czy udział poszczególnych składników wynagrodzenia w całkowitym wynagrodzeniu menedżerów jest podobny w badanych bankach. Okazało się, że spółka dominująca (bank UniCredit) wynagradza prezesa przede wszystkim za pomocą premii i bonusów oraz pozycji pozostałe. Podczas gdy bank Pekao SA w tym celu wykorzystuje głównie wynagrodzenie podstawowe oraz premie i bonusy. W roku 2009 oraz 2011 znaczny odsetek w całkowitym wynagrodzeniu prezesa stanowiła także pozycja pozostałe. W przypadku kadry zarządzającej udział poszczególnych elementów w wynagrodzeniu osób zarządzających był zbliżony. Wynagrodzenie podstawowe stanowiło główny składnik całkowitego wynagrodzenia menedżerów. Dodatkowo w banku Pekao SA bonusy i premie stanowiły ponad 15% wynagrodzenia w całym badanym okresie.

Bibliografia

Akty prawne:

Kodeks Spółek Handlowych z dn. 15 września 2000 r. (Dz.U. Nr 94, poz. 1037).

Opracowania:

Grabiec D., *Powiązania w grupie kapitałowej i ich wpływ na jej konkurencyjność*, [w:] Bernat T. (red.), *Przedsiębiorstwo i państwo – wybrane problemy konkurencyjności*, Wyd. Uniw. Szczec., Szczecin 2007.

Malara Z., Jarosz P., *Emisje giełdowe jako instrument budowy przewagi konkurencyjnej grup kapitałowych*, [w:] Nogalski B., Walentynowicz P. (red.), *Zarządzanie w grupach kapitałowych. Aspekty organizacyjne, finansowe, właścicielskie i personalne*, Wyd. WSAiB im. E. Kwiatkowskiego w Gdyni, Gdynia 2004.

Postrach K., *Struktura własności polskich banków w świetle nowych regulacji systemu bankowego w Unii Europejskiej*, [w:] Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wyd. UŁ, Łódź 2012.

Strony internetowe:

Spółka córka – spółka zależna. Zależności i różnice pojęciowe, grudzień 2008, <http://www.lexagit.pl/prawo-spolek/spolka-corka-zalezna-roznice/>; stan na dzień 29.10.2013 r.

Agata WIECZOREK

**TRANSPARENCY OF REMUNERATION POLICY FOR SENIOR EXECUTIVES
IN A HOLDING COMPANY: THE CASE STUDY OF UNICREDIT BANK**

(S u m m a r y)

The holding company is one of the ways to strengthen the company's competitive position in the international market. In addition to financial capital, know-how and human capital, the parent company may opt to unify the standards of corporate governance in all companies in the holding. Transparency is one of the standards. This study will examine the standards of transparency of remuneration policy applied by UniCredit holding company. It will be examined whether the transparency of remuneration of leading executives and the transparency of remuneration committees in subsidiaries (Bank Pekao SA and Bank Austria) is consistent with the requirements of the parent company (UniCredit Bank).

Keywords: corporate governance, banking sector, executive remuneration policy

INSTRUKCJA DLA AUTORÓW ARTYKUŁÓW PUBLIKOWANYCH W „STUDIACH PRAWNO-EKONOMICZNYCH”

1. Objętość artykułu nie może przekraczać 30 tys. znaków ze spacjami.
2. Powinien być dostarczony w wersji elektronicznej na adres:
 - artykuły o treści prawniczej: apikulska@wpia.uni.lodz.pl lub aliszewska@wpia.uni.lodz.pl
 - artykuły o treści ekonomicznej: piotrur@uni.lodz.pl lub waldemar.florezczak@uj.edu.pl
3. W odnośniku do nazwisk zamieszczonych przy tytule artykułu prosimy o podanie afiliacji autorów tekstu wraz ze stopniem albo tytułem naukowym.
4. Format pliku zgodny z edytorem tekstu MS Word 2007 lub nowszym.
5. Krój czcionki: Times (New Roman), rozmiar tekstu podstawowego: 12 punktów.
6. Interlinia (odstęp między wierszami): 1,5 wiersza.
7. Wcięcia akapitowe: 0,6 cm (bez odstepu pomiędzy akapitami).
8. Tekst w tabelach, rysunkach, przypisach, spisie literatury, streszczeniu: 9 punktów.
9. **Rysunki, tabele powinny być przygotowane w formie gotowej do druku, bez kolorów (w odcieniach szarości), z możliwością naniesienia na nich poprawek po redakcji wydawniczej.** Wzory, schematy, rysunki i tabele nie mogą być skanowane, jeżeli zamieszczane są mapy bitowe, to w rozdzielczości minimum 300 dpi. Numeracja powinna być ciągła, tytuł i numer nad rysunkiem, tabelą, źródło pod rysunkiem, tabelą, od lewego brzegu – czcionka: 9 punktów.
10. Rysunki, tabele należy umieścić w odpowiednich miejscach tekstu (jak najbliżej odwołań).
11. Przypisy bibliograficzne i przedmiotowe u dołu strony, według wzoru:

F. Braudel, *Kultura materialna, gospodarka i kapitalizm*, PWE, Warszawa 1992, s. 187. *Ibidem*, s. 234.

B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: Perspektywa badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2, s. 22–23.

B. De Wit, R. Meyer, *Strategy, Process, Content, Context, An International Perspective*, International Thomson Business Press, 1998, [cyt. za:] **I. Koładkiewicz**, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltex, Warszawa 1999, s. 42.

M. Marcinkowska, *Rola komisji ds. audytu w nadzorze*, [w:] **S. Rudolf** (red.), *Ekonomiczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 369.

F. Braudel, *Kultura...*, s. 18.

Ustawa z dnia 14 lutego 2003 r. o rachunkowości (Dz.U. 2003, Nr 49, poz. 408) art. 55.
<http://www.mf.gov.pl/index.php?const=3>; stan na 10.10.2011 r.

12. Wykaz pozycji bibliograficznych obejmujący wyłącznie prace powołane w treści artykułu na końcu wg porządku alfabetycznego, według wzoru:

Braudel F., *Kultura materialna, gospodarka i kapitalizm*, PWE, Warszawa 1992.

De Wit B., Meyer R., *Strategy, Process, Content, Context, An International Perspective*, International Thomson Business Press, 1998, [cyt. za:] Koładkiewicz I., *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltex, Warszawa 1999.

<http://www.mf.gov.pl/index.php?const=3>; stan na 10.10.2011 r.

Marcinkowska M., *Rola komisji ds. audytu w nadzorze*, [w:] Rudolf S. (red.), *Ekonomiczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.

Ustawa z dnia 14 lutego 2003 r. o rachunkowości (Dz.U. 2003, Nr 49, poz. 408) art. 55.

Wawrzyniak B., *Nadzór korporacyjny: Perspektywa badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2.

13. Prosimy o dołączenie:

- słów kluczowych (od 3 do 5) w języku polskim i angielskim,
- streszczeń artykułu w języku polskim i angielskim (o objętości do 20 wierszy); streszczenie w języku angielskim powinno być opatrzone przetłumaczonym tytułem, odpowiadającym tytułowi oryginału, pismem tekstowym (nie wersalikami), aby nie było wątpliwości co do wyrazów pisanych małą lub wielką literą.

14. Pliki do pobrania w formacie doc. dostępne na stronie:

http://www.ltn.lodz.pl/pdf/szablon_dla_autorow.doc