

Kryzys finansowy a nadzór korporacyjny

Adam Samborski

W ostatnich dwóch dekadach świat doświadczył ekspansji rynków finansowych i poważnego kryzysu. W niniejszym tekście zidentyfikowano przyczyny kryzysu finansowego, argumentując, że jego źródłem częściowo upatrywać należy w niewielkiej efektywności nadzoru korporacyjnego w poszczególnych przedsiębiorstwach. Uwypuklono te obszary nadzoru korporacyjnego, które wymagają poprawy, proponując zastosowanie rozwiązań wypracowanych przez OECD w „Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD” bądź też ich modyfikacji w świetle ostatnich doświadczeń. Zwrócono uwagę na cztery elementy wymagające zmian w pierwszej kolejności: wynagrodzenia, zarządzanie ryzykiem, rola rady jako efektywnego monitora (przede wszystkim w obszarze zarządzania ryzykiem i wynagrodzeń) i jej struktura, rola akcjonariuszy w nadzorze korporacyjnym.

1. Wstęp

Nadzór korporacyjny zawiódł, stając się jedną z przyczyn światowego kryzysu finansowego. Obecnie na forum międzynarodowym trwa debata dotycząca przyszłego kształtu podstawowych jego zasad. Nie szczędzi się słów krytyki wielu obecnym rozwiązaniom mającym znaczenie nie tylko dla samych korporacji, ale również dla stabilizacji finansowej i gospodarczej poszczególnych krajów czy też całej gospodarki światowej. Jako priorytety, wymagające zmian w pierwszej kolejności, wymienia się cztery obszary nadzoru korporacyjnego, a mianowicie: wynagrodzenia, zarządzanie ryzykiem, rolę rady jako efektywnego monitora (przede wszystkim w obszarze zarządzania ryzykiem i wynagrodzeń) i jej strukturę oraz rolę akcjonariuszy w nadzorze korporacyjnym.

W niniejszym tekście próbuje się znaleźć odpowiedź na pytania dotyczące przyczyn kryzysu finansowego i jego skutków dla kształtu podstawowych mechanizmów efektywnego nadzoru korporacyjnego. Zastanawiając się nad pożądanymi kierunkami zmian w zasadach nadzoru korporacyjnego bazowano na rozwiązaniach wypracowanych w tym zakresie przez OECD. W opracowaniu wykorzystano główne konkluzje wynikające z raportów OECD dotyczących nadzoru korporacyjnego (OECD Steering Group on Corporate Governance).

2. Przyczyny kryzysu

Zapoczątkowany w 2007 r. w Stanach Zjednoczonych kryzys finansowy, który następnie przekształcił się w trwający do dziś (choć już nieco słabnący) globalny kryzys gospodarczy nasuwa pytania o jego przyczyny (OECD 2009b).

Do połowy 2008 r. stało się jasne, że kryzys na rynku *subprime* oraz związane z nim ograniczenia w płynności wywarły niekorzystny wpływ na instytucje finansowe i banki w wielu krajach. Bear Stearns został przejęty przez JPMorgan, przy wsparciu Banku Rezerwy Federalnej z Nowego Jorku. Instytucje finansowe Stanów Zjednoczonych (np. Citibank, Merrill Lynch) czy Europy (UBS, Credit Suisse, RBS, HBOS, Barclays, Fortis, Societe Generale) w celu ograniczenia strat na aktywach zwiększyły w znaczącym stopniu finansowanie zewnętrzne, osłabiając pozycję swoich akcjonariuszy (rozwadniając strukturę własności). Freddie Mac i Fanny Mae, przedsiębiorstwa częściowo finansowane przez rząd amerykański, będące ważnym pośrednikiem na wtórnym rynku kredytów hipotecznych, zostały objęte kuratelą publiczną, gdy okazało się, że ich pozycja kapitałowa jest słabsza niż oczekiwano. W Wielkiej Brytanii znacjonalizowano, po raz pierwszy od 150 lat, bank Northern Rock. W Stanach Zjednoczonych IndyMac Bancorp został przejęty przez system ubezpieczenia depozytów. W Niemczech uratowano dwa banki państwowe – IKB i Sachsenbank – tak jak miało to miejsce w poprzednich latach w przypadku Berlinerbank i WestLB. Intensyfikacji kryzysu w III kwartale 2008 r. towarzyszyły liczne bankructwa instytucji finansowych (np. Lehman Brothers) i utrata zaufania na rynku międzybankowym, co uderzyło we wszystkich jego uczestników. W efekcie, w końcu 2008 r., wiele banków w Europie i Stanach Zjednoczonych zostało dokapitalizowanych przez rządy poszczególnych krajów (Kirkpatrick 2009: 61–87).

W okresie między końcem 2008 r. a połową roku 2009 rząd amerykański dokonał największej interwencji na rynku kapitałowym od czasów Wielkiej Depresji, próbując uniknąć kryzysu światowego. Poprzez różnego rodzaju gwarancje inwestycyjne, bezpośrednie granty, pożyczki czy zakupy akcji preferencyjnych banków Departament Skarbu wraz z Rezerwą Federalną zaangażował ponad 1 bilion USD na ratowanie banków, przedsiębiorstw finansowych i produkcyjnych. Kwota ta obejmuje 700 miliardów USD na program TARP, poręczenia na 200 miliardów USD dla Freddie Mac i Fannie Mae, 130 miliardów USD dodatkowego wsparcia dla AIG (poza 40 mld USD z TARPu), 25 miliardów USD wsparcia dla producentów samochodowych (nie licząc wsparcia z TARPu) i ponad 200 miliardów USD na wsparcie Citibanku.

Z podobnymi działaniami mieliśmy do czynienia również w innych krajach. We wrześniu 2008 r. banki centralne czołowych krajów rozwiniętych wpompowały w system bankowy ponad 200 miliardów USD. W październiku

2008 r. rząd brytyjski przeznaczył kwotę 850 miliardów USD na plan ratowania banków. Kraj ten w dużym stopniu uderzony został przez kryzys. W Chinach w listopadzie 2008 r. na stymulowanie gospodarki przeznaczono 586 miliardów USD. Jednym z krajów, którego system bankowy nie przeżył kryzysu, była Islandia. Trzy główne banki tego kraju zbankrutowały. W efekcie nastąpiła zapaść na rynku walutowym, rynek giełdowy stracił na wartości około 90%, a gospodarka weszła w ostrą recesję. Przykład Islandii pokazuje, jak ryzyko systemowe wpływa na bankowość. Upadek jednego banku szybko rozprzestrzenił się na inne banki i instytucje finansowe, a następnie na całą gospodarkę, powodując liczne bankructwa firm produkcyjnych i usługowych (Kim, Nofsinger i Mohr 2010: 152–162).

Identyfikując przyczyny tego stanu rzeczy, należy zauważyć, iż integracja światowych rynków finansowych stworzyła szersze możliwości stosowania dywersyfikacji ryzyka. Na szeroką skalę korzystały z tego międzynarodowe instytucje finansowe. System finansowy stał się jednak zbyt złożony, a jednocześnie zbyt homogeniczny. Pamiętać bowiem należy, że większość dużych, działających w skali globalnej banków czy instytucji finansowych dywersyfikowało swój stan posiadania i ryzyko w podobny sposób, przedstawiając się na coraz bardziej złożone i nieprzejrzyste instrumenty finansowe. W trakcie tego procesu stały się od siebie wzajemnie zależne i to w sposób właściwie nie do rozwikłania. Jak argumentuje Haldane, „z perspektywy pojedynczej firmy te strategie sprawiały wrażenie rozsądnych prób eliminacji ryzyka: do koszyka włożono więcej jajek (...). Jeśli jednak spojrzeć na system jako całość, to obecnie jest jasne, że te strategie odniosły odwrotny rezultat: im więcej jajek w koszyku, tym większa jego kruchość – i tym większe prawdopodobieństwo, że wśród jajek znajdą się zbuki” (Cook, Cookson i Tett 2009). Tym samym to, co przed załamaniem cen na rynku nieruchomości wydawało się dobrze udzielonym kredytem, nagle stało się kredytem toksycznym. Wcześniej było wiarygodne, bo podstawą zabezpieczenia kredytów były papiery wartościowe wycenione przez rynek. Kredyt uważany więc był za prawidłowy. Załamanie cen na rynku nieruchomości i cen akcji doprowadziło do sytuacji, w której papiery wartościowe, będące zabezpieczeniem kredytów, spadły do bardzo niskiego poziomu. A to, że banki sprzedawały innym wierzycelności związane z udzielonymi kredytami albo traktowały je jako zastaw pod kolejne kredyty, zwiększyło tylko zakres infekcji w całym systemie bankowym. Zwłaszcza wtedy, gdy zakres substandardowych kredytów był duży (Szymański 2009: 125).

Nie sposób nie zgodzić się z Szymańskim (2009), który twierdzi, iż obecnie kryzys jest efektem nieradzenia sobie z funkcjonowaniem w ramach gospodarki globalnej. Kryzys jest, jego zdaniem, przejawem trudności na drodze przechodzenia od gospodarki narodowej do gospodarki globalnej, w której brakuje nie tylko podmiotu koordynującego, ale również wypracowanych narzędzi i sposobów dokonywania koordynacji. Niekompletność ekonomiczna globalizacji przyczyniła się do spotęgowania ruchliwości kapi-

tału. Ruchliwość ta zwiększa zmienność, niepewność, ryzyko i niestabilność gospodarczą. Związane to jest ze zubożeniem mechanizmu alokacji. Brak bowiem swobody w przepływie wielu dóbr i usług, a zasadnicze bariery występują w alokacji czynnika pracy. Olbrzymie różnice ekonomiczne i swoboda w alokacji jedynie kapitału powoduje, iż nabiera on charakteru czynnika „lotnego”. Zdaniem cytowanego autora globalizacja rynków finansowych spowodowała, że wzajemne otwarcie rynków okazało się czymś więcej niż prostym zsumowaniem ich indywidualnych pojemności. Zwiększyła się podaż kapitału. Tej zwiększonej podaży przypisać można niskie stopy procentowe, które utrzymywały się przez długi czas na rynku globalnym. Ten niskoprocentowany kapitał stał się źródłem pożyczek na finansowanie spekulacji na rynku aktywów. Stało to się to jednym z głównych czynników pobudzających optymizm inwestorów na rynku papierów wartościowych, co spowodowało gwałtowny wzrost cen i stóp zwrotu na nim. Te wyższe stopy zwrotu od inwestycji lokowanych na rynku kapitałowym zwiększyły koszty alternatywne od inwestycji w sferze realnej (Szymański 2009: 13–45).

3. Nadzór korporacyjny wobec kryzysu finansowego

Podstawowe kwestie poruszane w tym artykule nie dotyczą oczywiście jedynie wymiaru makroekonomicznego kryzysu, ale wymagają też zrozumienia sytuacji rynkowej, w jakiej znalazły się instytucje finansowe w minionej dekadzie, i sposobu funkcjonowania przyjętych modeli biznesowych i podstawowych zasad nadzoru korporacyjnego. Rozważania mają więc wymiar zarówno makro, jak i mikroekonomiczny. Z perspektywy makroekonomicznej polityka pieniężna w większości krajów rozwiniętych po roku 2000 miała charakter ekspansywny. W rezultacie spadły stopy procentowe i premia za ryzyko. Towarzyszył temu boom na rynku aktywów, szczególnie na rynku nieruchomości, gdzie liczba zaciągniętych pożyczek gwałtownie wzrosła. Niskie stopy procentowe zachęcały inwestorów do poszukiwania nadzwyczajnych zysków, lekceważąc ryzyko. Powszechnie wierzone w nowe instrumenty finansowe.

Trzeba jednak w tym miejscu zauważyć, iż stopa nieściągalności na rynku hipotecznych kredytów podporządkowanych w Stanach Zjednoczonych zaczęła rosnąć już w 2006 r., kiedy to wyraźnie spadła dynamika wzrostu cen nieruchomości, a oprocentowanie kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych wzrosło. Ponadto w końcu 2006 r. i na początku roku 2007 szereg instytucji międzynarodowych (w tym Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Rozliczeń Międzynarodowych, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, Komisja Usług Finansowych – FSA, Bank Anglii) zaczęło wydawać komunikaty ostrzegawcze. Reakcja instytucji finansowych była jednak różna. Powszechnie znana jest reakcja Chucka Prince’a, dyrektora generalnego Citibanku, który zauważył w połowie 2007 r., iż w przypadku rynku pożyczek lewarowanych są to puste słowa, mówiąc: „dopóki

muzyka gra, trzeba tańczyć” (Kirkpatrick 2009). Warto w tym miejscu przytoczyć komentarz Philippe’a Haspelslaha (2010) do słów Chucka Prince’a: „może przywództwo oznacza opuszczenie parkietu, gdy rytmy są zbyt szaleńcze” (Haspelslaha 2010). Członkowie rady Northern Rock przyznali przed parlamentarną komisją śledczą, że czytali ostrzeżenia brytyjskiego FSA na początku 2007 r. o ryzyku płynności, ale wierzyli, że przyjęty model pozyskiwania krótkoterminowego finansowania w różnych krajach działa.

W czerwcu 2007 r. *spread* kredytowy na głównych rynkach finansowych świata zaczął rosnąć. Zapoczątkowało to pierwszą falę znaczących spadków wiarygodności kredytowej różnych podmiotów gospodarczych. Do sierpnia 2007 r. stało się jasne, że ten nowy trend, tj. awersja do ryzyka, ma swoje źródła w obawie o kondycję amerykańskiego rynku podporządkowanych kredytów hipotecznych i o stopień zaangażowania instytucji finansowych w finansowe instrumenty strukturalne oraz o wielkość potencjalnych strat.

W wymiarze mikroekonomicznym, czy też na poziomie otoczenia rynkowego, menedżerowie instytucji finansowych i rady stanęli wobec wyzwań warunków konkurencji oraz uległego środowiska regulacyjnego. W warunkach narastającej konkurencyjności i spadającego zapotrzebowania na finansowanie zewnętrzne ze strony przedsiębiorstw niefinansowych (co przełożyło się na ograniczenie marży w tradycyjnej bankowości) instytucje finansowe zostały zmuszone do poszukiwania nowych źródeł dochodów. Jednym ze sposobów było wejście w tworzenie nowych aktywów finansowych (np. CDO) i generowanie przychodów z opłat i możliwości obrotu prawami własności. Wiele instytucji finansowych w większym stopniu zaangażowało się w finansowanie budownictwa mieszkaniowego. Otoczenie prawne i standardy rachunkowości zachęcały je do wyłączenia takich aktywów ze swoich bilansów. W warunkach Bazylei I powodowało to uzyskiwanie wyższej stopy zwrotu z kapitału powierzonych przez akcjonariuszy. Część aktywów finansowych trafiała na rynek przez tworzone specjalnie w tym celu spółki.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, że rynek po 2000 r. i środowisko makroekonomiczne stały się bardziej wymagające, co do porozumień w obszarze nadzoru korporacyjnego. Rady na bieżąco musiały śledzić strategię i akceptowany przez przedsiębiorstwa poziom ryzyka dostosowywany do zmieniających się dynamicznie warunków otoczenia, co wymagało stworzenia efektywnego systemu sprawozdawczości. Rady musiały także nadzorować zarządzanie ryzykiem i system wynagrodzeń, oceniając je poprzez pryzmat ich zgodności z celami i poziomem akceptowanego ryzyka. Pomimo wzrostu wymagań wobec nadzoru korporacyjnego praktyka gospodarcza obnażyła jednak wiele jego słabości. W wielu przypadkach wskazuje się na niedopasowanie do złożonego otoczenia gospodarczego systemu zachęt kierowanego do menedżerów, zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej (Kirkpatrick 2009). Wskazuje się również na niewłaściwą postawę akcjonariuszy. Z perspektywy czasu można zastanowić się nad powodami, dla których tak się działo.

4. Wynagradzanie

W ostatnim czasie obserwuje się wzrost zainteresowania ze strony akcjonariuszy, mediów czy polityków kwestią wynagradzania najwyższego kierownictwa. Debata ta koncentruje się głównie na czterech obszarach:

- poziomie wynagrodzeń menedżerów i roli opcji na akcje,
- dopasowaniu miar łączących wynagrodzenia z wynikami firmy,
- roli komitetu do spraw wynagrodzeń w ustalaniu wynagrodzenia najwyższego kierownictwa,
- potencjalnym wpływie akcjonariuszy na poziom wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla.

Problematyka ta jest szeroko omawiana zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie. Trzeba bowiem mieć świadomość, iż wiele rozwiązań z rynku amerykańskiego zostało zaadaptowanych na gruncie europejskim. Przykładem są tutaj opcje na akcje stosowane jako rodzaj zachęty o charakterze długoterminowym. W debacie publicznej po obu stronach Atlantyku coraz częściej poddawane są krytyce ogromne pakiety wynagrodzeń, które mają zagwarantowane w kontraktach menedżerowie najwyższego szczebla. Lee (2002) zauważa, że „dowody wskazują na to, że w Stanach Zjednoczonych w ostatnich pięciu latach wiele przedsiębiorstw oddało 10%, a w niektórych przypadkach nawet 30% swoich akcji dyrektorom generalnym i innym pracownikom. Jest jasne, iż w przyszłości trend ten nie może zostać utrzymany, bo gdyby tak się stało, żadne przedsiębiorstwo nie pozostałoby w obrocie publicznym”.

Interesujące wydaje się porównanie wysokości wypłaconych wynagrodzeń i bodźców dyrektorom generalnym w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Conyon i Murphy (2000) udokumentowali różnice w wypłatach i zachętach skierowanych do CEO (dyrektor generalny) w tych dwóch krajach dla 1997 r. Zauważyli, że CEO w Stanach Zjednoczonych otrzymują więcej o 45% w gotówce i o 190% ogółem. W efekcie mediana wynagrodzeń CEO w Stanach Zjednoczonych stanowiła 1,48 % każdorazowego wzrostu bogactwa akcjonariuszy, a w Wielkiej Brytanii tylko 0,25%. Jeszcze większe różnice na korzyść Stanów Zjednoczonych zauważono w przypadku opcji na akcje.

Debata dotycząca wynagradzania menedżerów dotyka więc kluczowego problemu relacji pryncypał-agent. Conyon i Mallin (1997), traktując akcjonariuszy jako pryncypałów, a menedżerów jako ich agentów, podkreślają, iż wynagradzanie najwyższego kierownictwa powinno być ściśle powiązane z wynikami przedsiębiorstwa, aby stało się bodźcem (zachętą) do działania kierownictwa w interesie akcjonariuszy. Dobrze skonstruowane kontrakty menedżerskie powodują, że cele kierownictwa i akcjonariuszy stają się zbieżne. Kluczowymi elementami tego mechanizmu są zarówno opcje na akcje, jak i inne zachęty o charakterze długoterminowym.

Bebchuk i Fried (2004) wskazują jednak na pewne słabe punkty tego porozumienia. Ich zdaniem szkodliwe dla akcjonariuszy jest zarówno zwią-

szanie poziomu wynagrodzeń najwyższego kierownictwa, jak i wprowadzanie do kontraktów menedżerskich praktyk osłabiających i wypaczających bodźce (zachęty) kierownicze. Globalny kryzys finansowy obnażył rozdźwięk pomiędzy słabymi wynikami finansowymi przedsiębiorstw a hojnym wynagradzaniem dyrektorów generalnych. Pokazał, że sytuacja taka stwarza realne zagrożenie dla akcjonariuszy i pracowników tych firm. Pierwsi mogą stracić majątek, a drudzy zatrudnienie.

Międzynarodowa Organizacja Pracy zauważa (International Labour Organization 2008), że w ostatnich latach wyraźnie rośnie poziom różnicowania przychodów między kierownictwem najwyższego szczebla a przeciętnym zatrudnionym (Mallin 2010: 189–191). Z badań nad wynagrodzeniami kierownictwa w 2007 r., obejmujących 15 największych korporacji w 6 wybranych krajach, wynika, iż CEO zarabia przeciętnie pomiędzy 71 a 183 razy więcej niż przeciętny zatrudniony (tabela 1). Najwyższe płace CEO odnotowano w Stanach Zjednoczonych, gdzie przeciętna płaca przekracza 10 mln USD na rok, lub też 183 pensje przeciętnego amerykańskiego pracownika. W Niemczech wielkości te ukształtowały się na poziomie 6,8 mln USD i 148 pensji przeciętnego niemieckiego pracownika, a w Australii odpowiednio 6 mln USD i 135 pensji. Tendencję różnicowania przychodów zaobserwować można również w przypadku kadry kierowniczej średniego szczebla. Kadra kierownicza średniego szczebla zarabia od 43 do 112 razy więcej niż przeciętny zatrudniony. Warto zwrócić także uwagę na znaczące różnice w wynagradzaniu CEO i kadry kierowniczej średniego szczebla. W Australii czy Hongkongu (Chiny) CEO zarabia o 100% więcej niż kierownik średniego szczebla, podczas gdy w Niemczech o 60%, a w Holandii czy Stanach Zjednoczonych o 50%.

Kraj	CEO		Kierownik średniego szczebla	
	Płaca w USD (średnio rocznie w mln)	Płaca jako wielokrotność wynagrodzenia przeciętnego zatrudnionego	Płaca w USD (średnio rocznie w mln)	Płaca jako wielokrotność wynagrodzenia przeciętnego zatrudnionego
Australia	6,0	135	2,4	53
Holandia	3,6	71	2,2	43
Hongkong	2,7	160	1,1	63
Niemcy	6,8	148	3,8	82
RPA	1,4	104	0,9	71
Stany Zjednoczone	10,3	183	6,3	112

Wielkości te zostały oszacowane przez ILS na podstawie rocznych raportów 15 największych przedsiębiorstw.

Tab. 1. Wynagrodzenia menedżerów w 2007 r. Źródło: International Labour Organization 2008. *World of Work Report 2008: Income Inequalities In the Age of Financial Globalization*. Geneva: International Institute of Labour Studies, s. 17.

W wielu krajach na wynagrodzenie, poza wynagrodzeniem podstawowym, składają się również zachęty w postaci akcji. Uwzględniając więc bodźce oparte na akcjach w wynagrodzeniach CEO, okazuje się, że stopień polaryzacji dochodów znacznie wzrasta. Na przykład w Stanach Zjednoczonych w 2007 r. CEO w 15 największych przedsiębiorstwach zarabiał 521 razy więcej niż przeciętny pracownik. W 2003 r. wartość ta ukształtowała się na poziomie 369 (International Labour Organization 2008: 16–20).

Przedmiotem troski ze strony władz publicznych, akcjonariuszy czy mediów stały się wprowadzane w kontraktach menedżerskich inne formy kompensacji. Wspomnieć tutaj można o opłacaniu z firmowych funduszy CEO członkostwa w ekskluzywnych klubach, utrzymywanie osobistych doradców finansowych, luksusowych samochodów wraz z szoferami, apartamentów, finansowanie podróży osobistych i wielu innych przywilejów. Niezwykle popularną formą kompensacji są również hojne pakiety emerytalne. Na przykład pakiet emerytalny byłego CEO FleetBoston, Terrence’a Murray’a, obejmuje: emeryturę w wysokości 5,8 mln USD rocznie oraz możliwość korzystania z odrzutowców dla celów prywatnych do 150 godzin rocznie. Pamiętać jednak należy, iż pakiety emerytalne są jedną z form wynagradzania byłych CEO. Wspomnieć tutaj można o dodatkowych korzyściach wynikających z tytułu różnych form partycypowania w kapitale akcyjnym. Korzyści te często przekraczają miliony USD i określane są mianem „złotych spadochronów”. Nie można również zapominać o klauzulach gwarantujących CEO ogromne kwoty na wypadek utraty zatrudnienia (jest to tzw. złoty uścisk dłoni). W wielu przedsiębiorstwach odnotowujących straty klauzula ta stała się formą „wynagradzania za porażkę” (Kim, Nofsinger i Mohr 2010: 22).

Coraz częściej szerokiej krytyce poddawany jest brak ostrych kryteriów w systemach „płaca za wyniki” stosowanych w praktyce gospodarczej. W wielu przedsiębiorstwach, w opinii M. Jensena i K. Murphy’ego (1990: 225–263), związek między wynikami przedsiębiorstwa a wynagradzaniem menedżerów nie występuje. Z podobną konkluzją spotkać się można w raporcie ILO (2008). Zdaniem ILO system „płaca za wyniki” konstruowany na potrzeby kierownictwa najwyższego szczebla w praktyce nie działa. Przytaczane są tutaj wyniki różnych badań empirycznych, w których wykazuje się niewielki (jeżeli taki jest) wpływ tego systemu na wyniki przedsiębiorstwa. Co więcej, duże zróżnicowanie krajów powoduje, że związek płacy za wyniki z zyskami przedsiębiorstwa, w opinii ILO, nie występuje. W opinii ILO dowody wskazują na to, iż system wynagradzania kadry kierowniczej jest zarówno niesprawiedliwy, jak i ekonomicznie nieefektywny (Mallin 2010: 189–191). Zwróciła na to uwagę również Sophie de Menton, argumentując to w sposób następujący: „dużymi sumami wynagradzano raczej porażkę niż dobre wyniki”. Jej zdaniem w nadzorze korporacyjnym potrzeba więcej etyki (Husson-Traore 2009: 50–52). Nie sposób w tym miejscu nie zwrócić uwagi na powszechne zjawisko antydatowania opcji na akcje. W Stanach

Zjednoczonych w 2006 r. problem ten dotknął 130 przedsiębiorstw. W wyniku skandalu pracę straciło (bądź zrezygnowało) przynajmniej 50 menedżerów najwyższego szczebla (Kim, Nofsinger i Mohr 2010: 20).

W efekcie kryzysu finansowego większą uwagę zaczęto zwracać na nie-podejmowane do tej pory w szerokiej debacie publicznej aspekty problematyki wynagrodzeń menedżerów, szczególnie w bankowości. Podkreśla się, że konstrukcja wynagradzania kierownictwa sprzyja podejmowaniu nadmiernego ryzyka. Gros wynagrodzenia stanowią krótkoterminowe bonusy, często przewyższające ewentualne straty z tytułu posiadanych przez kierownictwo udziałów we własności zarządzanych banków. Zwraca się więc uwagę na konieczność uzupełnienia systemu wynagradzania opartego na silnych bodźcach o system zarządzania ryzykiem.

Zastanawiając się w jakim kierunku powinny iść zmiany w systemach motywowania menedżerów kluczowych dla gospodarek poszczególnych krajów przedsiębiorstw, warto w tym miejscu odnieść się do znanych przecież „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD” (OECD 2008). W myśl reguły VI.D.4 wynagrodzenia członków zarządu i rad nadzorczych powinny zostać dostosowane do długofalowych interesów spółki oraz jej wspólników/akcjonariuszy. Jak zauważono w „Adnotacjach do zasad nadzoru korporacyjnego OECD” w coraz większej grupie państw uważa się, że pozytywną praktyką jest opracowanie i opublikowanie przez radę nadzorczą oświadczenia dotyczącego polityki wynagrodzeń zarówno członków rady nadzorczej, jak i kadry zarządzającej. Takie oświadczenie określa związek między wynagrodzeniami a wynikami spółki oraz zawiera wymierne standardy, które kładą większy nacisk na długofalowe interesy spółki niż na względy krótkoterminowe. Ponadto dobrze stałoby się, gdyby oświadczenia takie wyznaczyły warunki wynagrodzenia dla członków rady nadzorczej za działalność prowadzoną również poza obrębem rady nadzorczej, takich jak na przykład doradztwo. Powinny określać one również zasady dotyczące posiadania papierów wartościowych spółki oraz obrotu nimi przez członków rady nadzorczej i zarządu oraz procedury, których należy przestrzegać podczas przyznawania oraz zmiany wyceny opcji na akcje.

Warto w tym miejscu zauważyć, iż taka polityka musi także objąć kwestię wynagrodzenia dla członka zarządu w momencie rozwiązania z nim umowy o pracę. Sprawy związane z polityką wynagrodzeń oraz z umowami o pracę dla członków rady nadzorczej i zarządu powinny rozpatrywać specjalne komisje, których skład stanowią w całości lub w większości dyrektorzy niezależni (w nomenklaturze anglosaskiej). Sygnalizuje się także potrzebę powołania komisji ds. wynagrodzeń, w której nie zasiadają członkowie zarządu należący do równoległych komisji ds. wynagrodzeń, gdyż mogłoby to doprowadzić do konfliktu interesów.

W „Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD” uznano, iż kwestia wynagradzania najwyższego kierownictwa powinna leżeć w gestii rady nadzorczej, co przekłada się na jej strukturę i proces. Zgodnie z regułą VI.E.1 „rady

nadzorcze powinny rozważyć przydzielenie wystarczającej liczby członków rady nie pełniących funkcji wykonawczych (*non-executive board members*) w charakterze opiekunów zdolnych do stosowania niezależnej oceny do tych zadań, w których istnieje potencjalna możliwość konfliktu interesów. Przykładami takich kluczowych kompetencji są sprawozdawczość finansowa, badanie transakcji z powiązanymi kontrahentami, wybór członków rady nadzorczej i zarządu oraz wynagrodzenia organów spółki”. W „Adnotacjach do zasad nadzoru korporacyjnego OECD” wyjaśnia się: „choć to organ spółki jako całość ponosi odpowiedzialność z tytułu sprawozdań finansowych, wynagrodzeń i nominacji członków organów spółki, niezależni członkowie rady nadzorczej nie sprawujący funkcji zarządczych mogą zaoferować uczestnikom rynku dodatkowe gwarancje obrony ich interesów. Organy spółek mogą również rozważać powołanie specjalnych komisji do kwestii potencjalnie mogących powodować konflikty interesów. Mogą istnieć wymagania nakładające obowiązek powoływania do tych komisji pewnej minimalnej liczby członków organu nie sprawujących funkcji zarządczych lub też obowiązek powoływania tych komisji tylko spośród takich członków organu spółki. W niektórych państwach bezpośrednim obowiązkiem wspólników/akcjonariuszy jest nominowanie oraz wybór dyrektorów niesprawujących funkcji zarządczych do pełnienia wyspecjalizowanych funkcji”.

Aby wzmocnić proces negocjacji, kładzie się też duży nacisk na transparentność. Reguła V.A.4 mówi, że publikowane powinny być istotne informacje na temat polityki wynagrodzeń członków rady nadzorczej i zarządu, a także informacje dotyczące członków rady nadzorczej, w tym ich kwalifikacji, sposobu wyboru kadry, innych osób sprawujących w spółce funkcje kierownicze oraz tego, czy uważani są oni przez organ spółki za osoby niezależne.

W zasadach nie zapomina się oczywiście o prawach wspólników/akcjonariuszy dotyczących kwestii wynagrodzeń. Reguła II.C.3 stanowi „w celu zapewnienia efektywnego udziału wspólników/akcjonariuszy w istotnych decyzjach związanych z nadzorem korporacyjnym, takich jak mianowanie i wybieranie członków rady nadzorczej, należy wprowadzić pewne ułatwienia. Wspólnicy/akcjonariusze powinni mieć możliwość wygłaszania własnych opinii dotyczących polityki wynagrodzeń członków zarządu i rady nadzorczej. Element opcji na akcje, zawarty w pakietach wynagrodzeń dla członków organów spółek oraz pracowników, powinien zostać zaakceptowany przez wspólników/akcjonariuszy” (OECD 2004; OECD 2010: 9–12).

Oczywiście trzeba mieć świadomość, iż przyjęte standardy ewoluują w odpowiedzi na zmieniające się warunki otoczenia. Przykładem są tutaj wytyczne dotyczące wynagrodzeń przyjęte przez Międzynarodową Sieć Nadzoru Korporacyjnego (ICGN), które modyfikowane są na bieżąco (tabela 2).

Struktura procesu decyzyjnego
<p>Komitet ds. wynagradzania kierownictwa najwyższego szczebla powinien przejąć odpowiedzialność za tworzenie i implementowanie programu wynagrodzeń</p> <p>Komitet powinien być wystarczająco niezależny, aby wypełniać powierzoną mu rolę administrowania programem wynagrodzeń (przyjmując kryterium długoterminowego interesu akcjonariuszy). W Komitecie powinny zasiadać osoby o wystarczającym doświadczeniu. Liczba CEOŚ w celu zachowania niezależności powinna zostać ograniczona</p> <p>Wszystkie komponenty wynagrodzenia powinny zostać zintegrowane w jeden spójny program, który z jednej strony wspiera cele przedsiębiorstwa, z drugiej jest z nimi powiązany (zarówno z celami krótkoterminowymi, jak i długoterminowymi)</p> <p>Komitet powinien utrzymywać właściwe kontakty z akcjonariuszami</p>
Kształtowanie planu wynagrodzeń
<p>Powinna zostać zachowana równowaga między krótko- i długoterminowymi bodźcami menedżerskimi, które należy powiązać z wynikami przedsiębiorstwa</p> <p>Powinny zostać jasno sprecyzowane cele od których osiągnięcia zależy całość wynagrodzenia i wysokość jego poszczególnych komponentów. Plany wynagrodzeń muszą zostać dostosowane do specyfiki przedsiębiorstwa</p> <p>Udział we własności i warunki z tym związane powinny być integralną częścią filozofii wynagradzania. Okres nadania praw powinien być zgodny z horyzontem inwestycyjnym przedsiębiorstwa i, zgodnie z ogólnie przyjętą zasadą, wynosić minimum trzy lata</p> <p>Pomiar wyników powinien zostać powiązany z nabywaniem praw do akcji – akcja instrumentem motywowania. Miary muszą zostać tak skonstruowane, aby zapewnić przedsiębiorstwu trwały wzrost</p> <p>Przedsiębiorstwo powinno ujawnić wszystkie materialne aspekty planu wynagrodzeń</p>
Umowa o zatrudnienie, jej rozwiązanie i zmiana warunków
<p>Warunki umowy powinny zostać tak skonstruowane, aby kierownictwo działało w interesie akcjonariuszy, kierując się wartością firmy w długoterminowym horyzoncie</p> <p>Zmiany w umowach nie powinny wyrzucić niekorzystnego wpływu na bodźce menedżerskie</p>
Jawność
<p>Części składowe (komponenty) programu wynagradzania powinny zostać ujawnione, uzasadnione i wyjaśnione</p> <p>Raport powinien być na tyle dokładny, aby pozwolił akcjonariuszom oszacować minimalną i maksymalną wartość pakietu wynagrodzeń (w kontekście wynagrodzenia ogółem), przyjmując różne scenariusze kształtowania się wyników przedsiębiorstwa</p>

Tab. 2. Wytyczne ICGN w obszarze wynagrodzeń. Źródło: OECD 2009. *Corporate Governance and the Financial Crisis. Key Findings and Main Messages*, Paris: OECD, s. 28.

5. Zarządzanie ryzykiem

Ostatni kryzys finansowy obnażył słabości systemu zarządzania ryzykiem w wielu przedsiębiorstwach o różnym profilu działalności. Zbyt często zarządzanie ryzykiem sprowadzono do problemu kontroli wewnętrznej przeprowadzanej na potrzeby tworzenia raportów finansowych. Nastąpił rozdział zarządzania ryzykiem i strategii przedsiębiorstwa. W wielu przypadkach na poziomie zarządów nie rozpatrywano problematyki zarządzania ryzykiem poprzez pryzmat całości korporacji, a jedynie zwracano uwagę na wybrane obszary jej działalności. Oczywiście są i takie przedsiębiorstwa, gdzie system zarządzania ryzykiem nie zawiódł i stanowić może przykład dobrych praktyk (OECD 2010: 13). Eleanor Bloxham, CEO w Value Alliance, zauważa jednak: „przedsiębiorstwa nie powinny pytać, jaką dobrą praktykę można znaleźć, ale raczej, jaka jest możliwie najlepsza praktyka” (Witzel 2009). Najlepsza do zrealizowania w konkretnym przedsiębiorstwie.

Ryzyko może być klasyfikowane na różne sposoby. Znaczenie poszczególnych rodzajów ryzyka zmienia się jednak w czasie i jest różne w konkretnych przedsiębiorstwach. Co więcej, poszczególne kategorie ryzyka są często skorelowane ze sobą. Dla instytucji finansowych ryzyko strategiczne, rynkowe, reputacji, wiarygodności, operacyjne, kredytowe jest niezwykle istotne i bieżący pomiar części z nich (operacyjne, kredytowe, rynkowe) jest normalną praktyką. Z tymi rodzajami ryzyka borykać się muszą również przedsiębiorstwa niefinansowe; są one jednak często mniej podatne na skutki ich wystąpienia. Jest to jednak kwestia stopnia natężenia poszczególnych rodzajów ryzyka. Istotne dla przedsiębiorstw jest także ryzyko związane ze zmiennością kursów wymiany, stóp procentowych czy cen surowców. W części branż na znaczeniu zyskuje ryzyko operacyjne, np. w branżach farmaceutycznej czy petrochemicznej. Zastosowanie mogą w nich znaleźć niektóre techniki stosowane do tej pory z powodzeniem w sektorze bankowym. Dobrym przykładem są tutaj testy obciążeniowe i scenariuszowe, które mogą, a nawet powinny znaleźć zastosowanie np. w sektorze samochodowym, pozwalające lepiej zrozumieć zagrożenia związane ze strategią opartą na samochodach wielkolitrażowych (nieoszczędzających paliwa) w warunkach znaczącego wzrostu cen ropy lub zaostrzenia standardów emisji.

Rozpatrując problem ryzyka, nieco więcej uwagi warto w tym miejscu poświęcić sektorowi bankowemu. Specyfika sektora sprawia, iż występują tu rodzaje ryzyka dla niego tylko charakterystyczne. Związane są one ze sferą zarówno regulacyjną, jak i transformacją terminów zapadalności (np. depozyty krótkoterminowe, długoterminowe kredyty), co przekłada się na wzrost znaczenia ryzyka płynności. Kryzys finansowy w tym obszarze ujawnił braki w systemach zarządzania ryzykiem. Przykładem są problemy z płynnością wielu banków, które w tym samym czasie starały się sprzedać płynne z założenia rynkowe papiery wartościowe. Ściśle związane z ryzykiem płynności, ryzyko reputacji kontrolowano tylko dlatego, iż w większości

krajów funkcjonuje dobrze rozwinięty system gwarantowania depozytów. W tym kontekście uzasadnione jawi się zainteresowanie instytucji sektora publicznego rozwiązaniami w obszarze nadzoru korporacyjnego (OECD 2009a: 31–32). Warto więc przyjrzeć się rozwiązaniom, które mogą stanowić punkt odniesienia nie tylko dla regulatorów, ale również dla pojedynczych przedsiębiorstw.

Dobrym przykładem właściwego uregulowania problematyki zarządzania ryzykiem, nie tylko w obszarze kontroli wewnętrznej, są „Zasady nadzoru korporacyjnego OECD”. Reguła VI.D.1 zaleca, aby organ spółki realizował pewne kluczowe funkcje, obejmujące m.in. modyfikowanie i ukierunkowywanie strategii spółki, głównych planów działań oraz polityki zarządzania ryzykiem. Ponadto w zasadzie VI.D.7 przypisano organowi spółki konieczność zagwarantowania rzetelności systemów rachunkowości i sprawozdawczości finansowej spółki, w tym niezależnego badania sprawozdań finansowych oraz zagwarantowanie istnienia odpowiednich systemów kontroli w spółce, a zwłaszcza systemów monitorowania ryzyka, kontroli finansowej i operacyjnej oraz przestrzegania obowiązujących przepisów i norm. Ponadto z „Adnotacji do zasad nadzoru korporacyjnego OECD” do reguły VI.D.1 wynika, iż polityka zarządzania ryzykiem powinna znaleźć się w centrum zainteresowania rad nadzorczych. Podkreślono, że jest ona ściśle związana ze strategią realizowaną przez daną spółkę.

Zdaniem OECD polityka zarządzania ryzykiem powinna polegać na określeniu rodzajów oraz stopnia ryzyka, jakie spółka gotowa jest przyjąć, realizując swoje cele. Dlatego też polityka zarządzania ryzykiem powinna zostać potraktowana jako bardzo ważna wytyczna dla zarządu, którego zadaniem jest zarządzanie ryzykiem zgodnie z założeniami spółki. Ważne zalecenia dla organów spółki w obszarze zarządzania ryzykiem wynikają także z reguł VI.D.2, VI.D.7 „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD”. W adnotacjach podkreślono, iż do monitorowania praktyk nadzoru przez radę nadzorczą zalicza się także krytyczne badanie wewnętrznej struktury spółki, mające odpowiedzieć na pytanie, czy w całej organizacji został wyraźnie określony zakres odpowiedzialności kadry zarządzającej. W celu zagwarantowania rzetelności najważniejszych systemów sprawozdawczości i monitorowania rada nadzorcza musi wyznaczyć oraz konsekwentnie egzekwować zakres obowiązków i odpowiedzialności w całej organizacji. Do obowiązków rady nadzorczej wyraźnie zaliczono konieczność zagwarantowania odpowiedniego nadzoru ze strony najważniejszych członków zarządu. Proponuje się ustanowienie wewnętrznego systemu audytowego, który będzie składał sprawozdania bezpośrednio radzie nadzorczej.

W „Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD” kładzie się nacisk na jawność i przejrzystość dotyczącą także problematyki ryzyka. W regule V.A.6 zapisano, iż publikowane powinny być ważne informacje na temat istotnych dających się przewidzieć czynników ryzyka. „Adnotacje do zasad nadzoru korporacyjnego OECD” precyzują, o jakie czynniki ryzyka chodzi. Wymie-

nia się tu ryzyko związane z daną branżą lub obszarem geograficznym, uzależnienie od surowców, ryzyko rynku finansowego, obejmujące ryzyko wahań stóp procentowych czy też rynku walutowego, ryzyko związane z instrumentami pochodnymi i transakcjami pozabilansowymi, ryzyko związane ze zobowiązaniami w zakresie ochrony środowiska. Co więcej, w regule V.B podkreślono, iż informacje te powinny zostać przygotowane i publikowane zgodnie z rygorystycznymi standardami rachunkowości, publikacji danych finansowych i niefinansowych oraz audytu (OECD 2004; OECD 2010: 14–16).

Istotne czynniki sprawcze ostatniego kryzysu to, z jednej strony, rozdzielenie strategii od zarządzania ryzykiem, z drugiej zaś – bodźce menedżerskie. Przez bodźce nie należy rozumieć tylko wynagrodzenia sensu stricto, ale również jego inne aspekty, takie jak np. awanse. W wielu przypadkach do silnych bodźców menedżerskich nie dopasowano systemów zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej. Doprowadziło to do podejmowania przez kadre zarządczą nadmiernego ryzyka. Obecnie argumentuje się, że problematyka zarządzania ryzykiem i właściwego raportowania powinna zostać wprowadzona do umów o zarządzanie (OECD 2010: 32–33). W „Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD” odniesiono się do tych kwestii w samej preambule, w której zapisano: „dobry nadzór korporacyjny powinien w sposób właściwy stymulować organ spółki i kadre zarządzającą do osiągnięcia celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej wspólników/akcjonariuszy, a także powinien ułatwiać skuteczne śledzenie wyników, sprzyjając tym samym bardziej efektywnemu wykorzystaniu zasobów przez firmy” (OECD 2004; OECD 2010: 14–16).

Zastanawiając się nad tym, w jakim kierunku powinny podążać zmiany w obszarze zarządzania ryzykiem w poszczególnych przedsiębiorstwach, warto w tym miejscu odnieść się również do propozycji zawartych w zintegrowanej strukturze ramowej dotyczącej zarządzania ryzykiem korporacyjnym opracowanej przez The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. W opinii komitetu zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie składa się z ośmiu powiązanych ze sobą elementów. Wynikają one ze sposobu zarządzania przedsiębiorstwem i są zintegrowane z procesem zarządzania. Elementami tymi są środowisko wewnętrzne, ustalanie celów, identyfikacja zdarzeń, ocena ryzyka, reakcja na wystąpienie ryzyka, działania kontrolne, informacja i komunikowanie się, monitorowanie (tabela 3).

W ocenie komitetu zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie nie jest procesem czysto seryjnym, w którym jeden element wpływa jedynie na kolejny. Jest to proces wielokierunkowy, iteratywny, w którym prawie każdy komponent tego procesu może wpływać na inny (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission 2004: 8–9).

Środowisko wewnętrzne
Obejmuje charakter organizacji i stanowi podstawę postrzegania i reagowania na ryzyko przez pracowników, filozofię zarządzania ryzykiem i dopuszczalny poziom ryzyka, uczciwość i wartości etyczne oraz środowisko pracy
Ustalanie celów
Cele muszą zostać ustalone zanim kierownictwo przejdzie do identyfikacji potencjalnych zdarzeń wywierających wpływ na ich osiągnięcie. Zadaniem systemu zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie jest zapewnienie kierownictwu procedur ustalania celów, które korespondują z misją i wizją oraz odpowiadają poziomowi ryzyka dopuszczonego przez przedsiębiorstwo
Identyfikacja zdarzeń
Muszą zostać zidentyfikowane zdarzenia wewnętrzne i zewnętrzne wpływające na osiągnięcie celów, z rozróżnieniem ryzyka i szans. Szanse zostają uwzględnione w procesie ustalania celów
Ocena ryzyka
Podstawą decyzji o sposobie zarządzania ryzykiem są analizy i oceny prawdopodobieństwa jego wystąpienia. Ryzyko oceniane jest w podziale na ryzyko wewnętrzne i nieodłączne
Reakcja na wystąpienie ryzyka
Kierownictwo wybiera rodzaj reakcji – unikanie, akceptacja, ograniczanie lub dzielenie się ryzykiem. Opracowuje zestaw działań w celu powiązania ryzyka z dopuszczalnym poziomem
Działania kontrolne
Polityki i procedury ustalone i realizowane w celu efektywnej realizacji reakcji na ryzyko
Informacja i komunikowanie się
Właściwe informacje są zbierane i przekazywane w formie i ramach czasowych umożliwiających pracownikom wykonywanie swoich obowiązków. Komunikowanie musi odbywać się w szerokim zakresie – w dół, w poprzek i w górę hierarchii organizacyjnej
Monitorowanie
Proces zarządzania ryzykiem korporacyjnym musi być monitorowany. W razie potrzeby należy go modyfikować. Monitorowanie realizowane jest poprzez stałe działania kierownictwa, niezależne oceny lub poprzez kombinację obu tych czynników

Tab. 3. Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym – zintegrowana struktura ramowa. Źródło: Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission 2004. Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym – zintegrowana struktura ramowa, COSO, s. 8–9.

6. Funkcjonowanie rady

Z powyższych rozważań dotyczących negatywnej oceny rad (wynagrodzenia, zarządzania ryzykiem) wynika, iż z jednej strony są one powodem problemów, z drugiej jednak mogą stać się potencjalnym rozwiązaniem. Kryzys finansowy unaoczniał, iż w wielu przypadkach rady, nie tylko w instytucjach finansowych, były nieefektywnym, niezdolnym do obiektywizmu i niezależnego osądu organem spółki. Ujawnił ponadto, czego audytorzy nie zrobili. W warunkach boomu gospodarczego jest znacznie trudniej odróżnić przedsiębiorstwa dobrze i źle zarządzane. W warunkach recesji różnice stają się bardziej wyraziste, a na rolę rady zwraca się większą uwagę.

Symptomów niewydolności rady należy się dopatrywać nie tylko w rezultatach jej działalności (wynagrodzenia bez wyników, słabe zarządzanie ryzykiem), ale również w jej strukturze. W Stanach Zjednoczonych część banków, które zbankrutowały, przez długi czas utrzymywały na stanowisku prezesa/dyrektora generalnego tę samą osobę. Takie zjawisko zaobserwowano również w wielu innych krajach (Kirkpatrick 2009). Dotyczy to także innych, poza bankową, sfer życia gospodarczego. Na negatywne skutki takiego rozwiązania zwrócili także uwagę Paul Strebel i Hongze Lu (2010), którzy zauważyli: „członkowie rady nie mogą być prawdziwym sparing partnerem, jeśli role CEO i *chair* są połączone”. Często w praktyce zdarzało się i tak, że dyrektorzy opuszczali rady, które zawiodły, tylko po to, aby wejść w skład rad innych przedsiębiorstw. Zadać oczywiście w tym miejscu można pytanie, gdzie byli akcjonariusze. I, jak się okazuje, praktyka taka dotyczyła nie tylko Stanach Zjednoczonych, ale również wielu innych krajów, również tych, w których akcjonariusze dysponują takim narzędziem prawnym jak pełnomocnictwa.

Obecnie rady zmieniają się, trwa proces ich rekonstrukcji, szczególnie w sektorze finansowym. Zmiany te jednak w większym stopniu są reakcją na cykliczność otoczenia niż działaniami aktywnymi, mającymi charakter dogłębnych zmian w zachowaniach rad umocowanych w dobrych praktykach. Warto więc w tym miejscu odnieść się do rozwiązań wypracowanych przez OECD.

Istotny wpływ na funkcjonowanie rady ma prezes (jej przewodniczący, *chairman*). W krajach przewidujących jednoinstancyjne organy spółki pojawia się problem niezależności nadzoru. W „Adnotacjach do zasad nadzoru korporacyjnego OECD” do reguły VI.E proponuje się rozdzielenie funkcji dyrektora generalnego od prezesa lub powoływanie dyrektora wiodącego. Zapisano: „w systemach przewidujących istnienie tylko jednego organu spółki zachowanie obiektywności rady nadzorczej oraz jej niezależności od członków zarządu może być dodatkowo podkreślone przez oddzielenie od siebie funkcji dyrektora generalnego (*chief executive*) od funkcji prezesa (*chairman*) lub, w przypadku połączenia tych dwóch stanowisk, przez powołanie dyrektora wiodącego, nie sprawującego funkcji zarządczych, aby zwo-

ływał lub przewodniczył zebraniom dyrektorów z zewnątrz. Rozdzielenie tych dwóch stanowisk może być uważane za dobrą praktykę, ponieważ może być sposobem zapewnienia odpowiedniej równowagi sił we władzach spółki, zwiększać czytelność podziału odpowiedzialności oraz podnosić zdolność rady nadzorczej spółki do podejmowania niezależnych decyzji”. Adnotacje odnoszą się także do krajów przewidujących dwuinstancyjne organy spółki, a dokładnej do sytuacji, w której zgodnie z tradycją prezes zarządu zostaje prezesem rady nadzorczej po przejściu na emeryturę, poddając w wątpliwość niezależność takiego nadzoru.

W przypadku członków rady wykonujących funkcje nadzorcze często pojawia się problem zasiadania w zbyt wielu radach, co może negatywnie wpływać na wyniki ich pracy. W regule VI.E.3 zwraca się uwagę na to, by członkowie rad odpowiadający za nadzór poświęcali wystarczającą ilość czasu na sprawowanie swych funkcji. W praktyce spółki mogą rezerwować sobie możliwość oceny, czy zasiadanie członków organu spółki w zbyt wielu takich organach naraz nie wpływa negatywnie na wyniki ich pracy. W niektórych krajach istnieją ograniczenia co do liczby organów spółek, w których może zasiadać jedna osoba.

Istotną kwestią, wręcz kluczową dla skutecznego i sprawnie przeprowadzanego nadzoru, są kompetencje członków rady. W regule V.A.4 zasad OECD podkreśla się konieczność publikowania informacji dotyczących kwalifikacji członków rady. W tym kontekście wskazać trzeba na „Adnotacje do zasad nadzoru korporacyjnego OECD”, do reguły VI.D.5, gdzie dostrzega się kluczową rolę rady w obszarze wskazywania odpowiednich kandydatów do rady nadzorczej, którzy będą odznaczać się odpowiednią wiedzą, kompetencjami oraz doświadczeniem, a ich umiejętności będą stanowić odpowiednie uzupełnienie obecnych umiejętności członków rady. Warto w tym miejscu zauważyć, iż cykliczne programy szkoleniowe sprzyjają podnoszeniu kwalifikacji.

Warunkiem właściwego nadzoru nad działalnością spółki są niezależność i obiektywizm członków rady. W „Zasadach do nadzoru korporacyjnego OECD” w regule VI.E zapisano, iż organ spółki powinien być w stanie stosować obiektywne kryteria oceny sytuacji w spółce. W regule VI.E.1 rekomenduje się spółkom rozważenie przydzielenia wystarczającej liczby członków rady niepełniących funkcji wykonawczych (*non-executive board members*) w charakterze opiekunów zdolnych do stosowania niezależnej oceny do tych zadań, w których istnieje potencjalna możliwość konfliktu interesów. Przykładami są sprawozdawczość finansowa, badanie transakcji z powiązanymi kontrahentami, wybór członków rady nadzorczej i zarządu oraz wynagrodzenia organów spółki. Warto dodać do tej listy również problematykę zarządzania ryzykiem i wynagrodzeń kierownictwa niższego szczebla.

W celu zachowania niezależności i obiektywizmu członków rady spółki powinny także upublicznić informacje dotyczące członkostwa w innych

radach nadzorczych, co jest ważne ze względu na możliwość zaistnienia potencjalnych konfliktów interesów oraz ujawnia, w jakim stopniu rady te mogłyby się wzajemnie zająć („Adnotacje do zasad nadzoru korporacyjnego OECD”, reguła V.A.4).

Ważne jest jednak również zapewnienie efektywnego udziału wspólników/akcjonariuszy w istotnych decyzjach związanych z nadzorem korporacyjnym, takich jak mianowanie i wybieranie członków rady nadzorczej. W tym celu należy wprowadzić pewne ułatwienia dotyczące możliwości wyrażania własnych opinii na temat polityki wynagrodzeń członków zarządu i rady nadzorczej. Akceptacji wspólników/akcjonariuszy wymagać powinny zawarte w pakietach wynagrodzeń dla członków organów spółek oraz pracowników opcje na akcje (reguła II.C.3 „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD”).

Organ spółki powinien realizować pewne kluczowe funkcje (reguła VI.D „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD”). Funkcje te obejmują monitorowanie efektywności praktyk nadzoru stosowanych w spółce oraz, odpowiednio do potrzeb, wprowadzanie do nich zmian. Ponadto w kompetencji organów spółki leży zagwarantowanie rzetelności systemów rachunkowości i sprawozdawczości finansowej spółki. Obejmuje to niezależne badania sprawozdań finansowych oraz zagwarantowanie istnienia odpowiednich systemów kontroli w spółce, a zwłaszcza systemów monitorowania ryzyka, kontroli finansowej i operacyjnej oraz przestrzegania obowiązujących przepisów i norm.

Członkowie organu spółki powinni opierać się w działaniu na pełnych informacjach, w dobrej wierze, z należytą starannością oraz w najlepszym interesie spółki i jej wspólników/akcjonariuszy (reguła VI.A „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD”). Ponadto organ spółki powinien zapewniać przestrzeganie rygorystycznych norm etycznych oraz uwzględniać dobro interesariuszy (reguła VI.C „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD”).

Podkreślić należy, iż przestrzeganie wysokich standardów etycznych w spółce leży w jej długoterminowym interesie. Przyczynia się bowiem do jej postrzegania jako spółki wiarygodnej i godnej zaufania nie tylko w jej bieżącej działalności, ale także w związku z jej długoterminowymi zobowiązaniami.

W celu jasnego określenia stawianych przed radą nadzorczą oczekiwań oraz sposobów ich osiągnięcia w wielu spółkach opracowano zasady postępowania, często bazując na ogólnie przyjętych zasadach zachowania korporacyjnego. Do tej kategorii można zaliczyć dobrowolne zobowiązanie się spółki (w tym spółek zależnych) do przestrzegania „Wytycznych OECD dla wielonarodowych przedsiębiorstw”, które odzwierciedlają zasady zawarte w Deklaracji ILO dotyczącej podstawowych praw pracy – ILO Declaration on Fundamental Labour Rights, „Adnotacje do zasad nadzoru korporacyjnego”, reguła VI.C (OECD 2004; OECD 2010: 18–23).

7. Aktywność akcjonariuszy

Rozpatrując problematykę wzajemnych interakcji nadzoru korporacyjnego i kryzysu finansowego, pojawia się problem dotyczący akcjonariuszy, a dokładniej ich zaangażowania w nadzór korporacyjny. W tym kontekście sformułować można wiele pytań, a kluczowe brzmią następująco. Czy akcjonariusze chronią swoje interesy? Jak to robią? Jakimi dysponują narzędziami? W sytuacjach, w których organy spółki w obszarze zarządzania ryzykiem funkcjonują źle, system bodźców menedżerskich nie działa, a osoby odpowiedzialne za nadzór nie są ani obiektywne, ani niezależne, akcjonariusze stają przed zadaniem zadbania o dobro spółki.

Trzeba jednak mieć świadomość różnej pozycji akcjonariuszy w przedsiębiorstwach w poszczególnych krajach członkach OECD. Zdaniem J. Franks i C. Mayer (1997) rozwinął się dychotomiczny układ własnościowo-kontrolny. Z jednej strony funkcjonuje system otwarty, gdzie własność i kontrola wynikające z prawa głosu są silnie rozproszone (w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii), z drugiej zaś system zamknięty, w którym kontrola (a często też własność) koncentruje się w rękach wąskiego grona akcjonariuszy (w Europie kontynentalnej). Przyczyn zróżnicowania własności i kontroli M. Roe (1990) upatruje w regulacjach prawnych (obecnych i przeszłych), R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R.W. Vishny (1996) w poziomie ochrony praw inwestorskich, a C. Mayer (1996) w strukturze gospodarczej danego kraju.

Jedno ekstremum tworzą więc Stany Zjednoczone i Wielka Brytania, w głównej mierze bazujące na rozwiązaniach wolnorynkowych, gdzie neutralni akcjonariusze skupiają się na maksymalizowaniu wartości spółki. W Wielkiej Brytanii jednak, w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych, akcjonariusze zazwyczaj odgrywają rolę pasywną, mimo iż wielu z nich to duże instytucje, takie jak fundusze emerytalne. W Stanach Zjednoczonych wśród inwestorów instytucjonalnych rozwinął się „aktywizm” – przykładem jest Calpers. W Japonii występuje duże zróżnicowanie inwestorów instytucjonalnych, nie mają oni jednak charakteru neutralnego, często są częścią sieci lub keiretsu, wspierając spółkę i, w konsekwencji, zarząd. W Niemczech kluczową rolę w wielu przedsiębiorstwach odgrywają banki –jako zarówno pożyczkodawcy, jak i akcjonariusze. Akcjonariat pracowniczy zazwyczaj z praw inkorporowanych w akcjach korzysta do blokowania globalnej relokacji miejsc pracy (Aguilera i Yip 2005). Inwestorzy indywidualni rzadko natomiast angażują się w sprawy spółki.

Mimo dużego zróżnicowania, są jednak pewne cechy wspólne charakteryzujące wszystkie kraje wysoko rozwinięte, a mające kluczowe znaczenie dla funkcjonowania systemu nadzoru korporacyjnego. W ostatnim ćwierćwieczu XX w. wzrosła rola inwestorów instytucjonalnych w gospodarce tych państw. Przyczyn tego stanu rzeczy należy upatrywać przede wszystkim w deregulacji bankowości i rynku papierów wartościowych, w liberalizacji

działalności inwestorów instytucjonalnych, w rosnących potrzebach emerytalnych starzejącego się społeczeństwa, w postępie technologicznym oraz we wzrastającej roli profesjonalnego zarządzania funduszami (Samborski 2007: 255). W konsekwencji wzrósł udział inwestorów instytucjonalnych (w tym zagranicznych) w strukturze własności przedsiębiorstw.

W kontekście kryzysu raz jeszcze można zadać pytanie, czy akcjonariusze chronili swoje interesy. Odpowiadając na nie, warto przytoczyć słowa duńskiego Ministra Finansów: „Nie możemy uniknąć pytania, co wy, akcjonariusze, zrobiliście, aby powstrzymać i opanować kryzys. Niestety, ja wiem, nie chcecie tego usłyszeć, odpowiedź brzmi – prawie nic” (OECD 2009a: 47). Czy faktycznie akcjonariusze okazali się tak beczynni, jak zasugerował duński minister? Odpowiedź na dzień dzisiejszy nie może być jednoznaczna. Obecnie w tym obszarze prowadzonych jest wiele analiz, a ich wyniki nie zostały jeszcze upublicznione.

Choć można podać kilka przykładów, gdzie kluczowe dla spółek decyzje zostały podjęte jedynie przez część akcjonariuszy. I tak, akcjonariusze poparli kontrowersyjne przejęcie ABN Amro (95% głosów „za” w Royal Bank of Scotland i Fortis), co przyczyniło się do późniejszej nacjonalizacji obu przejmujących banków. Warto w tym miejscu zauważyć, że na dwóch zgromadzeniach akcjonariuszy ogłoszonych przez Fortis, na których uzyskano poparcie dla przejęcia, udział głosujących wyniósł jedynie 36%. Jest to niewiele, zważywszy na charakter transakcji i znaczący udział inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności. Można powiedzieć, że głosowanie blokiem w Fortis (co jest legalne w Belgii) zniechęciło innych inwestorów do głosowania. Z drugiej jednak strony akcjonariusze, szczególnie instytucjonalni, okazali się wyjątkowo aktywni w niektórych bankach (HSBC, Standard Chartered) czy w dużych przedsiębiorstwach, takich jak BP i Siemens (OECD 2009a: 47–48).

W tym miejscu warto raz jeszcze odwołać się do „Zasad nadzoru korporacyjnego OECD”. Dużo uwagi poświęcono w nich inwestorom instytucjonalnym, których rola znacząco wzrosła na rynkach wielu krajów OECD. W regule II.F podkreśla się konieczność wprowadzenia ułatwień dotyczących wykonywania praw własności przez wszystkich współników/akcjonariuszy, również przez inwestorów instytucjonalnych. Od inwestorów instytucjonalnych wymaga się, aby ujawniali stosowane przez siebie zasady nadzoru korporacyjnego i procedury głosowania związane z ich inwestycjami, w tym procedury służące do podejmowania decyzji o tym, w jaki sposób wykonują oni swoje prawa związane z posiadaniem akcji (reguła II.F.1). Ponadto w zasadach zwraca się uwagę na to, że inwestorzy instytucjonalni, będący instytucjami zaufania publicznego, powinni ujawniać, w jaki sposób rozwiązują istotne konflikty interesów, które mogą mieć wpływ na wykonywanie kluczowych praw własności dotyczących ich inwestycji (reguła II.F.2). Podkreślić bowiem należy fakt, iż w niektórych państwach istnieje duże zapotrzebowanie na ujawnienie polityki nadzoru korporacyjnego, a od inwesto-

rów instytucjonalnych wymaga się, aby ujawniali swoim klientom dokumenty świadczące o tym, w jaki sposób do tej pory głosowali („Adnotacje do zasad nadzoru korporacyjnego OECD”, do reguły II.F.1).

Prawo wspólników/akcjonariuszy do uczestniczenia w walnych zgromadzeniach jest jednym z ich podstawowych praw. W tym obszarze reguła III.A.5 rekomenduje spółkom: „procesy i procedury regulujące sposób przeprowadzania walnych zgromadzeń wspólników/akcjonariuszy powinny umożliwiać równoprawne traktowanie wszystkich wspólników/akcjonariuszy. Procedury stosowane przez spółki nie powinny w sposób nieuzasadniony utrudniać czynności głosowania lub też czynić jej kosztowną”.

Zauważając znaczenie aktywnego zaangażowania akcjonariuszy, w adnotacjach do reguły II.F zauważa się, że dla wielu inwestorów uzyskanie korzystnych dochodów i wzrostu finansowego może zależeć od rozsądnej ilości czasu poświęconego analizie wykonywania ich praw. W adnotacjach do reguły II.F.1 dostrzega się fakt, iż całościowe podejście do uczestnictwa w zgromadzeniach wspólników/akcjonariuszy ma na celu nawiązanie stałego dialogu ze spółkami portfelowymi. W opinii OECD powinno się zachęcać inwestorów instytucjonalnych i spółki do takiego dialogu, zwłaszcza przez znoszenie barier regulacyjnych. Pamiętać jednak należy, że do obowiązków spółki należy równe traktowanie wszystkich inwestorów i zakaz udzielania inwestorom instytucjonalnym informacji, które w tym samym czasie nie są jeszcze udostępnione rynkowi.

W celu podniesienia efektywności nadzoru korporacyjnego niezwykle istotne jest pobudzanie kooperacji między inwestorami. Zwraca się na to uwagę w regule II.G, w której podkreślono, iż wspólnicy/akcjonariusze, w tym oczywiście inwestorzy instytucjonalni, powinni mieć prawo do przeprowadzania między sobą konsultacji w kwestiach związanych z ich podstawowymi prawami, które zostały określone w omawianych tu zasadach (przewiduje się oczywiście pewne wyjątki mające zapobiegać ich nadużywaniu). Prawa, o których mowa w regule II.G, zostały doprecyzowane w adnotacjach. W myśl propozycji OECD inwestorzy powinni mieć możliwość wprowadzania punktów do porządku obrad oraz prowadzenia bezpośrednich rozmów ze spółką, mających na celu poprawę nadzoru korporacyjnego. Powinno się ich także zachęcać do współpracy i koordynacji w zakresie nominowania i wyboru członków rady nadzorczej. Proponuje się także wprowadzenie możliwości porozumiewania się wspólników/akcjonariuszy pomiędzy sobą bez konieczności przestrzegania formalności związanych z *proxy solicitation* – gromadzeniem poparcia innych akcjonariuszy dla proponowanych przez siebie uchwał na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Dostrzega się oczywiście fakt, iż współpraca inwestorów może mieć na celu manipulację rynkiem lub objęcie kontroli nad spółką, z obejściem wszelkich przepisów regulujących przejęcia spółek. Z tego też względu w wielu państwach współpraca inwestorów instytucjonalnych w zakresie strategii głosowania jest ograniczana albo zabroniona.

W regule V.F zwraca się uwagę na to, że „ramy nadzoru korporacyjnego powinny być uzupełnione efektywnym korzystaniem z analiz lub rad udzielanych przez analityków, maklerów, agencje ratingowe oraz inne instytucje, a odnoszących się do decyzji podejmowanych przez inwestorów, które to analizy i rady powinny być wolne od istotnych konfliktów interesów, które z kolei mogłyby zaszkodzić ich bezstronności”.

Warunkiem właściwego funkcjonowania nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach jest większe zaangażowanie w sprawy spółki inwestorów zagranicznych. Kwestia ta została podniesiona w regule III.A.4 – utrudnienia w głosowaniu inwestorów zagranicznych powinny zostać zniesione. Spółki zachęca się do podejmowania działań zmierzających do likwidacji sztucznych barier w zakresie możliwości uczestniczenia w walnych zgromadzeniach. Ramy nadzoru korporacyjnego powinny wprowadzić pewne ułatwienia w wykorzystywaniu głosowania drogą elektroniczną w przypadku nieobecności inwestora na walnym zgromadzeniu – „Adnotacje do zasad nadzoru korporacyjnego OECD”, do reguły III.A.5 (OECD 2004; OECD 2010: 25–31).

8. Wnioski

Z zaprezentowanych rozważań wynika, iż istotną rolę w kryzysie finansowym odegrał nadzór korporacyjny. Członkowie rad, regulatorzy, akcjonariusze, ale również politycy i opinia publiczna powinni w znacznie większym stopniu zacząć zwracać uwagę na problematykę nadzoru korporacyjnego. Reguluje ona bowiem kluczowe w przedsiębiorstwie obszary, dotyczące tego: jak działa firma, jakimi kieruje się motywami i zasadami, jak kształtuje linię postępowania w obszarze sprawozdawczości, jak zarządza zyskami, jak ustala wynagrodzenia, a w przypadku instytucji finansowych – jak zarządza powierzonymi środkami finansowymi. W warunkach prosperity zbyt mało czasu poświęcono tej problematyce i obecne skutki gospodarcze są efektem lat zaniedbań.

Oburzenie opinii publicznej jest zrozumiałe i nie dotyczy tylko wynagradzania kierownictwa najwyższego szczebla kluczowych przedsiębiorstw w poszczególnych gospodarkach narodowych. Choć warto zauważyć, iż obecnie wielu menedżerów podziela opinię dotyczącą braku związków między wynikami przedsiębiorstw a wynagrodzeniami. Zdano sobie wreszcie sprawę z tego, że ciągły wzrost cen akcji niekoniecznie jest świadectwem dobrego nadzoru korporacyjnego w firmie. Co więcej, z doświadczeń ostatnich lat wynika wręcz coś przeciwnego.

Pojawiają się więc pytania, co można zrobić, aby poprawić warunki funkcjonowania przedsiębiorstw. W jakim kierunku powinny iść zmiany w obszarze nadzoru korporacyjnego?

W tekście zidentyfikowano przyczyny kryzysu finansowego, argumentując, iż źródeł kryzysu częściowo upatrywać należy w zasadach nadzoru kor-

poracyjnego. Uwypuklono te jego obszary, które wymagają poprawy, proponując zastosowanie rozwiązań wypracowanych przez OECD w „Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD” bądź też ich modyfikacji. Zwrócono uwagę na cztery obszary wymagające w pierwszej kolejności zmian. Są to wynagrodzenia, zarządzanie ryzykiem, rada i jej struktura, aktywność akcjonariuszy (Isaksson i Kirkpatrick 2009: 11–12).

Informacje o autorze

Dr hab. prof. UE Adam Samborski – Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach. E-mail: adam@ue.katowice.pl.

Bibliografia

- Aguilera, R. i G. Yip 2005. Global Strategy Faces Local Constrains. *Financial Times*, 27 May.
- Bebchuk, L. i J. Fried 2004. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Boston: Harvard University Press.
- Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission 2004. *Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym – zintegrowana struktura ramowa*, COSO.
- Canyon, M. i C. Mallin 1997. *Director's Share Options, Performance Criteria and Disclosure: Compliance with the Greenbury Report*, London: ICAEW Research Monograph.
- Canyon, M. i K. Murphy 2000. The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, nr 110.
- Cook, C., Cookson, C. i G. Tett 2009. Finansiści szukają ratunku w biologii i fizyce. *Dziennik Gazeta Prawna*, 4–6 grudnia (Organic mechanics. *Financial Times*, Nov 27).
- Franks, J. i C. Mayer 1997. Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany, and France. *Journal of Applied Corporate Finance*, nr 4 (9), s. 30–45.
- Haspeślągh, P. 2010. Corporate Governance and the Current Crisis. *Corporate Governance*, nr 4 (10), s. 375–377.
- Husson-Traore, A. 2009. More Effective Corporate Governance. *The OECD Observer*, s. 50–52.
- International Labour Organization 2008. *World of Work Report 2008: Income Inequalities in the Age of Financial Globalization*, Geneva: International Institute of Labour Studies.
- Isaksson, M. i G. Kirkpatrick 2009. Corporate Governance: Lesson from the Financial Crisis. *The OECD Observer*, nr 273, s. 11–12.
- Jansen, M. i K. Murphy 1990. Performance Pay and Top Management Incentives. *Journal of Political Economy*, nr 98, s. 225–263.
- Kim, K., Nofsinger, J. i D. Mohr 2010. *Corporate Governance*, International Edition: Pearson.
- Kirkpatrick, G. 2009. Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis. *Financial Market Trends*, nr 1, s. 61–87.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.R. i W. Vishny 1996. Law and Finance. *NBER Working Paper*, nr 5661, Cambridge.
- Mallin, C. 2010. *Corporate Governance*, Oxford: Oxford University Press.
- Mayer, C. 1996. *Corporate Governance, Competition and Performance*, Paris: OECD.
- OECD 2004. *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Paryż: OECD, MSP.
- OECD 2008. *Using the OECD Principles of Corporate Governance. A Boardroom Perspective*, Paris: OECD.

- OECD 2009a. *Corporate Governance and the Financial Crisis. Key Findings and Main Messages*, Paris: OECD.
- OECD 2009b. *The Financial Crisis. Reform and Exit Strategies*, Paris: OECD.
- OECD 2010. *Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and Emerging Good Practices to Enhance Implementation of the Principles*, Paris: OECD.
- Roe, M. 1990. Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies. *Journal of Financial Economics*, nr 27, s. 7–42.
- Samborski, A. 2007. *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych – diagnoza uwarunkowań i zależności*, Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach.
- Strebel, P. i H. Lu 2010. Governance: What Must We Learn From the Crisis? *IMD*, nr 182, February.
- Szymański, W. 2009. *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*, Warszawa: Difin.
- Witzel, M. 2009. Coping with Change: Eleanor Bloxham, CEO of the Value Alliance, Offers Her Views on Corporate Governance Problems in Light of the Current Economic Crisis, in an Interview With the Editor-in-Chief of *Corporate Finance Review*. Corporate Governance in a Time of Crisis. *Corporate Finance Review*, July/August, s. 17–22.