

ROZDZIAŁ 6

KRYZYS GOSPODARCZY 2007-2009: WYZWANIA DLA CORPORATE GOVERNANCE

Maria Aluchna^{1}*

1. Wprowadzenie

W ostatnich latach obserwujemy dynamiczny rozwój nadzoru korporacyjnego zarówno w odniesieniu do nowych badań, inicjatyw regulatorów, jak i analiz i opracowań praktyków. Jednym z głównych powodów rosnącej liczby opracowań są kolejne skandale korporacyjne i kryzysy nadzorcze wyraźnie wskazujące, iż dotychczasowe doświadczenia i praktyka *corporate governance* wciąż nie zapewniają zrozumienia wszystkich zachodzących na rynku procesów ani nie gwarantują wysokiej efektywności i niskiego ryzyka inwestycji. Okazuje się bowiem, iż reformy wprowadzone po skandalach korporacyjnych z okresu 2000-2002 nie są wystarczające, a praktyka gospodarcza odsłoniła w wielu przypadkach ich słabości. W efekcie okazuje się, iż bogaty dorobek opracowań teoretycznych i empirycznych analiz zarówno w odniesieniu do składu, struktury i prac rad, kształtowania motywacyjnego wynagrodzenia dla menedżerów najwyższego szczebla, jak i rozwój polityki przejrzystości nie dają odpowiedzi na wszystkie pytania związane z nadzorem korporacyjnym. Co gorsza, niektóre z najnowszych opracowań wskazują na znaczne wątpliwości efektywności przyjętych rozwiązań i podkreślają poważne luki w dotychczasowym rozumowaniu.

Niniejszy artykuł analizuje główne kierunki wniosków płynące dla nadzoru korporacyjnego w kontekście kryzysu 2007-2009. Celem artykułu jest dyskusja, czy zdiagnozowane niedociągnięcia i błędy nadzorcze i instytucjonalne wpłyną na rolę i zadania *corporate governance*. Ponadto, analiza przyczyn i skutków kryzysu prowokuje pytanie, czy obecne struktury nadzorcze zdadzą egzamin i przyczynią się do szybszego jego pokonania i czy walka z kryzysem pociągnie za sobą także

¹ * dr nauk ekonomicznych, Szkoła Główna Handlowa.

reformy w obszarze nadzoru korporacyjnego. W pierwszym punkcie omówiono znaczenie kryzysów dla rozwoju corporate governance. W szczególności przedstawiono główne kierunki działań po skandalach z lat 2000-2002. Punkt drugi przytacza główne problemy i wyzwania nadzorcze związane z załamaniem rynku kredytów hipotecznych i skutkami spowolnienia gospodarczego w latach 2007-2009. Analizowane są główne elementy systemu nadzoru korporacyjnego i efektywność wybranych mechanizmów w warunkach kryzysu. Punkt trzeci krótko sygnalizuje wyzwania na przyszłość. Wnioski zawarto w podsumowaniu.

2. Kryzys a rozwój *corporate governance*

Pojawiające się kryzysy ekonomiczne, niewydolność przedsiębiorstw, spowolnienia rozwoju, załamania giełdowe czy skandale korporacyjne postrzegane są zazwyczaj przez uczestników rynku przez pryzmat skutków negatywnych, w szczególności trudności w działalności gospodarczej (restrukturyzacje przedsiębiorstw, utrata płynności, spadek sprzedaży) lub jako zagrożenie systemu, w którym funkcjonują (załamanie systemu finansów publicznych, deficyt w obrotach handlowych, wahania kursu walut). Jednak z perspektywy ekonomii i zarządzania kryzysy, skandale i bankructwa dostarczają nie tylko dowodu na nieefektywność stosowanych rozwiązań, ale także stanowią proces samoregulacji i oczyszczania się rynku z firm słabszych, niedopasowanych do potrzeb i oczekiwań klientów. Z tego punktu widzenia kryzysy i bankructwa są traktowane jako pozytywne procesy skutkujące wdrażaniem reform niezbędnych dla zapewnienia powrotu na ścieżkę wzrostu gospodarczego. Ponadto, trudniejsze czasy zmuszają przedsiębiorstwa do analizy swojego systemu zarządzania, i nierzadko przyczyniają się do wdrożenia nowych procedur czy rozwiązań. Choć niektóre skandale i kryzysy ekonomiczne okazały się szczególnie dotkliwe zarówno dla społeczeństw, jak i sektora gospodarki, to należy pamiętać, iż niewątpliwie przyczyniły się do sformułowania lepszych polityk, zbudowania określonych standardów branżowych czy wytycznych funkcjonowania przedsiębiorstw. Tak więc kryzysy ekonomiczne i upadki firm stanowią swoistą bolesną lekcję w procesie rozwoju i wzrostu gospodarczego. Nieefektywne firmy zostają wyeliminowane z rynku a niesprawdzone polityki i przepisy zostają porzucone na rzecz lepszych i efektywniejszych organizacji i rozwiązań.

Dobrym przykładem tych zależności jest inicjatywa dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego. Sformułowany pierwszy tego typu dokument Cadbury Report swoje początki miał właśnie w skandalach korporacyjnych (BCCI, Maxwell), zidentyfikowanych problemach nadzorczych i niskiej jakości pracy rady². Rekomendacje koncentrowały się na poprawie pracy rady dyrektorów poprzez zwiększenie udziału członków niezależnych, tworzenie wyspecjalizowanych

² C. Mallin: *Corporate governance*, Oxford University Press, 2004.

komitetów oraz poprawie przejrzystości spółek (raporty). Po raz pierwszy wówczas wprowadzono zasadę „*comply or explain*”.

Z doświadczeń skandali korporacyjnych z lat 2000-2002³ (Enron, Worldcom) gospodarki wyniosły lekcję, iż choć zbyt duża ingerencja państwa i zbyt wysoki poziom regulacji gospodarki są nieefektywne, to jednak zbyt niski poziom regulacyjnej roli państwa często przekłada się na znaczne niedoskonałości rynku⁴. Jednocześnie wskazywano na problemy niskiej efektywności pracy rady i braku jej kontroli nad działaniami zarządzających⁵. W wyniku nowych regulacji nadzór korporacyjny wzbogacił się niewątpliwie o wyższe standardy przejrzystości (dane o swojej kondycji finansowej z uwzględnieniem spółek zależnych, jawność przyznawanych wynagrodzeń), wzrost popularności wyspecjalizowanych komitetów działających w ramach rady (nie tylko audytu, wynagrodzenia, nominacji, ale także polityki inwestycyjnej, oceny ryzyka, compliance), jawność powiązań z podmiotami zależnymi oraz wzmocnienie praw akcjonariuszy. Ponadto, skandale Enrona, Worldcomu i innych stały się impulsem do zwiększenia nadzoru nad rynkiem i znaczącego zaostrzenia sankcji za nieprzestrzeganie nowych wymogów. W Stanach Zjednoczonych przyjęto nowy akt prawny znany jako Sarbanes-Oxley Act⁶, na mocy którego powołano do życia instytucję Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) nadzorującą pracę audytorów⁷. Dodatkowo, zintegrowano nie tylko pracę instytucji typu International Accounting Standards Board oraz Financial Accounting Standards Board, ale także rozpoczęto dialog między Ameryką a Unią Europejską, gdyż wprowadzanie wysokich standardów nadzoru wymaga bliskiej współpracy ze względu na procesy globalizacyjne i integracyjne na rynkach kapitałowych⁸. Unia Europejska z kolei odpowiedziała zbiorem dyrektyw dotyczących wzmocnienia nadzoru korporacyjnego i niewykonawczych dyrektorów rad⁹.

³ L. Fox: *Enron. The rise and fall*, John Wiley & Sons, New York, 2003; B. McLean, P. Elkind: *The smartest guy in the room*, Penguin Books, 2003; C. Jackson: *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o falszowaniu sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2008; S. Madsen, C. Vance: *Unlearned lessons from the past: an insider's view of Enron's downfall*, „Corporate Governance”, vol. 9, no. 2, s. 216-227.

⁴ J. Coffee: *Understanding Enron: It's about gatekeepers, stupid*, 2002, www.ssrn.com/abstract_id=325240 [21.01.2010].

⁵ P. MacAvoy, I. Millstein: *The recurrent crisis in corporate governance*, Palgrave Macmillan, Nowy York, 2003, s. 40-45.

⁶ R. Romano: *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, „The Yale Law Journal”, vol. 114, no. 7, 2005, s. 1521-1611.

⁷ M. Bainbridge: *The complete guide to Sarbanes-Oxley. Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business*, Adams Business, Avon, Massachusetts, 2007.

⁸ C. Cox : Keynote address to the 2007 US-EU corporate governance conference, wystąpienie przewodniczącego Securities and Exchange Commission, 2007, www.sec.gov/news/speech/2007/spch100907cc.htm [21.01.2010].

⁹ T. Buck, A. Shahrin: *The translations of corporate governance changes cross national cultures: the case of Germany*, „Journal of International Business Studies”, 2005, vol. 36, s. 42-61;

Biorąc jednak pod uwagę zagrożenie ze strony dynamiki współczesnego rozwoju oraz określonej struktury nadzorczej (motywacyjne pakiety wynagrodzeń, krótkoterminowa orientacja na wyniki, globalizacja gospodarki) wielu obserwatorów wskazuje na rosnącą tendencję oszustw i skandali korporacyjnych i, co za tym idzie, wyzwań dla corporate governance¹⁰.

3. Wnioski dla *corporate governance* po kryzysie 2007-2009

Nadzór korporacyjny jest pojmowany zarówno przez praktyków, jak i badaczy najczęściej z perspektywy rozwiązań i procedur stosowanych przez spółki dla lepszej realizacji interesów akcjonariuszy i motywacji członków najwyższego kierownictwa do zwiększania wartości firmy. W efekcie, większość postulatów i rekomendacji z zakresu *corporate governance* dotyczy składu i struktury rady (nadzorczej, dyrektorów), procedur jej funkcjonowania, zasad wykonywania praw głosu na zgromadzeniu akcjonariuszy, struktury pakietów wynagrodzenia menedżerskiego czy polityki informacyjnej i przejrzystości spółki. Jednakże w okresach trudności na rynku kapitałowym i problemów będących wynikiem niewłaściwych regulacji, łatwiej jest zobaczyć szersze spektrum *corporate governance*, które obejmuje także wytyczne i zadania nie tylko wobec spółek, ale także inwestorów instytucjonalnych, w tym instytucji finansowych, instytucji nadzoru nad rynkiem czy wreszcie regulatorów¹¹. Trudniejsze warunki rynkowe i weryfikacja prowadzonej polityki skłaniają do rewizji istniejących przepisów, zwracają uwagę na nadużycia popełniane przez instytucje i stawiają pytania o faktyczną efektywność struktury nadzoru¹². Poniżej omówiono najbardziej kluczowe wnioski związane z nadzorem korporacyjnym po doświadczeniach kryzysu 2007-2009 wskazując jednocześnie na obszary stanowiące wyzwanie w przyszłości.

3.1 Znaczenie nadzoru korporacyjnego w czasach kryzysu

Pierwszym podstawowym wnioskiem jest obserwacja wskazującą, iż nadzór korporacyjny, jakoś jego struktury oraz efektywność egzekwowania przyjętych

R. Gilson, C. Milhaupt: Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance, "American Journal of Comparative Law", vol. 53, no. 2, 2005, s. 343-377.

¹⁰ L. Zingales: Want to stop corporate fraud? Pay off those whistle blowers, 2004; www.savingcapitalism.com/corpfraud.pdf [21.01.2010]; W. Rogowski: Whistleblowing: bohaterstwo, zdrada czy interes, "Przegląd Corporate Governance", nr 1 (9), 2007, s. 23-41; H. Glasbeek: Wealth by stealth, Between the lines, Toronto, 2002; A. Durnev, E. Han Kim: To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment and valuation, "Journal of Finance", vol. 60, no. 3, 2005, s. 1461-1493.

¹¹ Por. Y. Dujuan: *Inefficient American corporate governance under the financial crisis and China's reflections*, "International Journal of Law and Management", vol. 51, 2009, s. 139-152.

¹² B. Cheffins: *Did corporate governance 'fail' during the 2008 stock market meltdown? The case of the S&P 500*, "The Business Lawyer", vol. 65, 2009, s. 1-66.

standardów mają znaczenie zarówno dla poszczególnych spółek, jak i całego kraju. Obserwacje z ostatnich trzech lat wskazują bowiem, iż spółki w krajach cechujących się lepszym nadzorem korporacyjnym, w tym w szczególności większą przejrzystością rynku, bardziej niezależnymi radami, efektywnym systemem prawnym i większą ochroną akcjonariuszy mniejszościowych zostały stosunkowo mniej dotknięte skutkami załamania gospodarczego. Analizy wartości rynkowej spółek z poszczególnych krajów umieszczane w rankingach największych przedsiębiorstw na świecie wyraźnie pokazują tę tendencję. Ponadto, przeceniony notowanych spółek były niższe niż miało to miejsce w krajach rozwijających się o mniej efektywnym systemie corporate governance takich jak Rosja czy Indie. Obserwacje te potwierdzają przeprowadzane wcześniej badania dotyczące dużego znaczenia poziomu ładu instytucjonalnego przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz tak zwanej premii corporate governance, oznaczającej, że inwestorzy skłonni są zapłacić więcej za akcje spółek przestrzegających standardów nadzoru korporacyjnego. Znane wcześniej tezy o tym, iż nadzór korporacyjny nabiera znaczenia w czasach trudniejszych, a inwestorzy preferują spółki przejrzyste o odpowiedniej strukturze nadzorczej okazało się w pełni prawdziwe. W czasach prosperity nadzór korporacyjny, kwestie przejrzystości spółek i rzetelności dostarczanych inwestorom informacji o ich kondycji finansowej, składu oraz funkcjonowania rad (nadzorczych, dyrektorów) są postrzegane jako mniej istotne, gdyż rynek notuje ciągle wzrosty. Refleksja nad efektywnością nadzoru nad zarządzaniem spółką czy oceną ryzyka przychodzi natomiast w czasach bessy. Zdecydowanie zatem należy podkreślić, iż inwestycje w nadzór korporacyjny tak przez spółki, jak i państwo opłacają się, a wysokie standardy ładu korporacyjnego stają się tarczą chroniącą całą gospodarkę.

3.2 Rosnąca rola rady

Rada nadzorcza i rada dyrektorów są jednymi w najlepiej rozpoznanych mechanizmów nadzorczych ze względu na liczbę artykułów, badań i raportów¹³. Okazuje się jednak, iż mimo ogromnego dorobku teoretycznego i praktycznego, wielu badań i studiów przypadku, uwzględniania kwestii psychologicznych i zachowań grupowych funkcjonujące na całym świecie rady nadzorcze i rady dyrektorów wciąż nie są w stanie w pełni realizować swoich celów w systemie corporate governance¹⁴. Doświadczenia ostatniego kryzysu wykazały, iż kluczową kwestią w odniesieniu do funkcjonowania i jakości nadzoru rady jest jej skład pod względem przygotowania do wykonywania tej funkcji oraz standardów moralnych i postawy etycznej. Na pierwszy plan zatem wysunęły się kwestie

¹³ Por. C. Carter, J. Lorsch: *Back to the drawing board*, Harvard Business School Press, 2004; J. Fisch: *Taking boards seriously* [w:] T. Joo T. (red.) *Corporate Governance. Law, theory and policy*, Carolina Academic Press, Durham, 2004, s. 329-337.

¹⁴ A. Murray: *Revolt in the boardroom. The new rules of power in corporate America*, Collins, 2007.

odpowiedzialności ze strony poszczególnych członków rady, ich znajomość rynku i sytuacji spółki oraz wycucia społecznego. Okazało się bowiem, iż rady wielu spółek, dotkniętych skutkami kryzysu, nie tylko akceptowały wątpliwe strategie i wyjątkowo ryzykowne posunięcia wielu spółek, ale także zgadzały się na kontrowersyjne zakupy czy wydatki korporacyjne. Wyjazd kadry zarządzającej AIG do spa za 44.000 dolarów w przypadku, gdy spółka otrzymała wsparcie ze strony rządu amerykańskiego czy plany zakupu odrzutowców korporacyjnych przez General Motors, gdy zagrożona jest przyszłość przedsiębiorstwa budzą nie tylko kontrowersje, ale pokazują całkowite oderwanie części rad od rzeczywistości. Oczywiście można zawsze tłumaczyć kolejne wydatki korporacyjne i w zasadzie nie ma tego typu rozważań w sytuacji prosperity, jednakże nieodpowiedzialne postępowanie ze strony zarządzających oraz członków rad, którzy z definicji powinni pełnić nadzór nad menedżerami, nie tylko kwestionuje skuteczność mechanizmów nadzorczych, ale co gorsza przyczynia się do spadku zaufania społecznego wobec rynków finansowych. Drugą kwestię stanowi skład rady. Choć w ostatnim czasie rady zostały zdominowane przez specjalistów z zakresu finansów, zarządzania i prawa, warto zadać sobie pytanie, czy w obliczu coraz mniejszych możliwości planowania i prognozowania rozwoju poszczególnych branż i całej gospodarki można zapraszać do rady osoby z szerszym spojrzeniem na otoczenie rynkowe. Trzecim zidentyfikowanym problemem jest brak rzetelnej oceny działalności rady i efektywności jej pracy, z uwzględnieniem porażek czy nietrafionych decyzji¹⁵.

3.3 Rola wynagrodzeń menedżerskich

Wynagrodzenia menedżerskie są postrzegane jako niezwykle ważny element systemu nadzoru korporacyjnego, gdyż za pomocą funkcji motywacyjnej ograniczają konflikty między zarządzającymi a akcjonariuszami i mają zapewnić zbliżenie celów obu tych grup. Jednakże obszar wynagrodzeń menedżerskich jest jednym z najbardziej krytykowanych elementów nadzorczych¹⁶, a przytaczane przez wielu badaczy i ekspertów obserwacje z praktyki gospodarczej wyraźnie wskazują, iż obecne rozwiązania zupełnie nie zdają egzaminu. Motywacyjna funkcja wynagrodzenia zakłada, iż menedżerowie najwyższego szczebla będą w realizacji celów akcjonariuszy widzieli także swoje interesy, gdyż oba obszary (wynagrodzenie i wzrost wartości spółki) są powiązane. Innymi słowy płaca menedżera jest silnie uzależniona od wyników jego pracy. Założenie to jest słuszne, choć w praktyka dostarcza wielu kontrowersji i wątpliwości. Jednym z głównych problemów jest sama wysokość wynagrodzenia, w szczególności przy uwzględnieniu często bardzo wysokich premii oraz przy realizacji programów

¹⁵ G. Kirkpatrick: The corporate governance lessons from the financial crisis, OCED, 2009 <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf> [21.01.2010].

¹⁶ S. Johnson, H. Ryan, Y. Tian: Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter, 2008, www.ssrn.com/abstract=395960 [21.01.2010].

opcji na akcje. W przypadku spółek amerykańskich pakiety obejmujące opcje na akcje mogą dochodzić nawet do 200 milionów rocznie, co budzi wiele kontrowersji. Trudno bowiem szacować wpływ jednej osoby (CEO) na wyniki spółki. Badacze podkreślają znaczną i rosnącą przepaść między płacą pracowniczą a menedżerską oraz odwrotny kierunek reakcji w przypadku kryzysu i spadku produktywności (w obu tych przypadkach wynagrodzenie menedżerskie rośnie). Ponadto, dodatkowe wątpliwości dotyczą samych pakietów i wypłacania premii de facto gwarantowanych kontraktem bez względu na wyniki spółki. Przypadki wysokich nagród dla menedżerów upadających spółek finansowych w USA są najlepszym tego dowodem. Trudno bowiem doszukiwać się funkcji motywacyjnej wysokich premii wypłacanych odchodzącym z pracy menedżerom Lehman Brothers czy Merrill Lynch. Dodatkowe zainteresowanie kwestiami wynagrodzeń menedżerskich obserwuje się w przypadku spółek amerykańskich, jakie znalazły się na skraju bankructwa i na ratowanie których rząd USA zdecydował się przeznaczyć wiele miliardów dolarów.

Choć płacy menedżerskiej zawsze towarzyszą kontrowersje¹⁷ i oburzenie części społeczeństwa warto zwrócić uwagę, iż obecna dyskusja prowadzona jest głównie w gronie specjalistów tego tematu i ma charakter bardziej fundamentalny. Część badaczy wskazuje bowiem na konieczność zmiany zasad wynagradzania menedżerów przy większym uwzględnianiu długoterminowych celów spółki. Wskazuje się ponadto, iż wciąż należy ostrożnie dobierać wskaźniki oceny efektywności spółki, z którymi wiązana będzie płaca menedżerska. Ponadto, wskazuje się na sam proces negocjacji pakietów wynagrodzeń i dużą pobłażliwość komitetów wynagrodzeń przyznających te zarobki. W efekcie, pojawiają się opinie, iż dotychczas funkcjonujące struktury wynagrodzeń zachęcały do ponoszenia znacznego ryzyka w działaniu spółki¹⁸. Warto przytoczyć także bardziej radykalne podejście – część badaczy już wcześniej krytykowała systemy wynagrodzeń kadry zarządzającej wskazując na znaczne ograniczenia jego funkcji motywacyjnej i przeszacowywanie efektów zależności między płacą a wynikami spółki¹⁹. Samo kształtowanie płacy menedżerskiej jest znacznym problemem ze względu na braki informacji oraz nieliniowość całego procesu. Najnowsze opracowania natomiast są jeszcze bardziej krytyczne wskazując na wiele negatywnych efektów istniejących systemów wynagrodzenia menedżerskiego, które wiążąc płacę z poszczególnymi wskaźnikami motywują zarządzających do koncentrowania się jedynie na tych wskaźnikach. Oznacza to znaczne osłabienie motywacji wewnętrznej (intrinsic motivation) na rzecz coraz większej dominacji motywacji zewnętrznej. W

¹⁷ S. Johnson, H. Ryan, Y. Tian: Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter, 2008, www.ssrn.com/abstract=395960 [21.01.2010].

¹⁸ G. Kirkpatrick: The corporate governance lessons from the financial crisis, OCED, 2009 <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf> [21.01.2010].

¹⁹ L. Bebchuk, J. Fred: Pay without performance: unfulfilled promise of executive compensation, Harvard University Press, 2004.

efekcie, menedżerowie mniej uwagi zwracają na zarządzanie przedsiębiorstwem i wyzwania rynkowe, a ich główny wysiłek dotyczy maksymalizacji własnej płacy²⁰. Nie należy jednak przez to rozumieć, iż wina leży po stronie menedżerów. Podobną zmianę zachowania obserwowano w innych grupach zawodowych (lekarze, prawnicy, pracownicy akademicy) przy zastosowaniu systemu wiążącego poziom wynagrodzenia z wynikami. Spadek znaczenia motywacji wewnętrznej oraz negatywne tego efekty (spadek zadowolenia z pracy, nadmierne uzależnienie działania od bodźców zewnętrznych, przełożenie motywacji zewnętrznej na inne obszary (spillover effects), koncentrację na działaniach powiązanych z bodźcami (multitasking effects)). Efekty takie są zgodne z psychologicznymi teoriami motywacji. Uzyskane w badaniach wyniki podważają zatem fundamentalny system motywacji kadry zarządzającej, który został uznany za główny instrument łagodzenia różnych celów i stał się podstawowym artefaktem corporate governance.

4. Zarządzanie ryzykiem

Doświadczenia kryzysu pokazały, iż kolejnym obszarem, który całkowicie zawiódł w odniesieniu nie tylko do rady, ale także wobec całego systemu nadzoru korporacyjnego jest zarządzanie ryzykiem. Choć trudno od rady oczekiwać, by analizowała każdą transakcję, wielu ekspertów zwraca uwagę na odpowiedzialność rady w zakresie wprowadzenia kontroli wewnętrznej (przynajmniej zapoznania się z raportem) oraz prac prowadzonych przez komitety audytu. Autorzy ci podkreślają, iż te działania całkowicie zawiódły dopuszczając do bardzo ryzykownych strategii i stosowania narzędzi finansowych opartych na instrumentach pochodnych. Jak zauważa Grant Kirkpatrick w raporcie OECD *The corporate governance: Lessons from the financial crisis*²¹ słabości nadzoru korporacyjnego są widoczne zarówno w niskiej jakości dokumentów, na podstawie jakich analizować można poziom ryzyka, jak i w słabych procedurach pracy komitetów audytu, które nie zauważyły wystarczająco wcześniej pojawiających się zagrożeń. W efekcie, wiele spółek oraz instytucji finansowych zostało narażonych na bardzo wysokie ryzyko zarówno w odniesieniu do działalności operacyjnej, jak i strategii finansowania²². Spółki nie potrafiły także odpowiednio prognozować sytuacji rynkowej, co najczęściej jest realizowane poprzez opracowywanie trzech głównych scenariuszy²³.

²⁰ K. Rost, M. Osterloh: *Management fashion pay-for-performance for CEOs*, "Schmalenbach Business Review", vol. 61, 2009, s. 119-149.

²¹ G. Kirkpatrick: *The corporate governance lessons from the financial crisis*, OCED, 2009 <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf> [21.01.2010]; *The more effective corporate governance*, panel, OECD Forum, 2009.

²² P. Martin: *As risk management evolves, is operational risk management important?*, "The Journal of Operational Risk", vol. 4, nr 4, 2009, s. 75-84.

²³ G. Kirkpatrick: *The corporate governance lessons from the financial crisis*, OCED, 2009 <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf> [21.01.2010].

Ważnym czynnikiem zwiększającym znaczenie umiejętności szacowania ryzyka jest wzrost popularności złożonych pochodnych instrumentów finansowych oraz rozwój funduszy *private equity*, co uczyniło nadzór nad spółkami znacznie trudniejszym. W efekcie, pojawiła się konieczność udziału specjalistów od instrumentów pochodnych w radzie dla lepszej oceny ryzyka oraz potrzeba bardziej dokładnego monitoringu poczynań menedżerów przez radę²⁴.

3.5 Pośrednicy i strona popytowa

Ostatnim kwestią wymagającą omówienia jest rola i funkcjonowanie pośredników i strony popytowej rynku kapitałowego. Warto bowiem zaznaczyć, iż większość rekomendacji nadzoru korporacyjnego wdrażanych w ostatnich latach jest skierowana przede wszystkim do spółek giełdowych. System nadzorczy może jednak działać sprawnie i gwarantować rzetelność informacji i bezpieczeństwo inwestycji tylko wtedy, gdy wszystkie jego elementy będą oparte na tej zasadzie. Tymczasem praktyka gospodarcza oraz obserwacja dotyczące funkcjonowania pośredników (analitycy i agencje ratingowe) oraz strony popytowej (fundusze inwestycyjne) wskazuje na wiele słabości i nadużyć²⁵. Choć również inwestorzy instytucjonalni, w tym w szczególności fundusze inwestycyjne i emerytalne, wypracowały swoje dokumenty dobrych praktyk *corporate governance*²⁶, ich działanie często budzi wiele wątpliwości. Przede wszystkim uwagę zwracają bliskie, często nieformalne, relacje tych instytucji oraz ryzyko wystąpienia konfliktów interesu. Działania zarówno agencji ratingowych²⁷, jak i analityków rynku kapitałowego wywierają silny wpływ na postrzeganie walorów poszczególnych spółek na rynku. Doświadczenia ostatnich lat pokazały dobitnie, iż kontakty między tymi instytucjami nie są wolne od różnorodnych nacisków ograniczających obiektywność dokonywanej oceny. Możliwość nacisków i konfliktów interesu jest dodatkowo wzmacniana motywacyjnymi pakietami wynagrodzeń, których wysokość jest silnie uzależniona od generowanych obrotów²⁸. Z tego też powodu

²⁴ R. Masulis, R. Thomas: Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on corporate governance, *University of Chicago Law Review*, vol. 76, no. 1, 2009, s. 219-259.

²⁵ D. Kansas: *Guide of the end of Wall Street as we know it*, Collins Business, Nowy Jork, 2009.

²⁶ P. Clapman: *Committee on fund governance. Best practice principles*, Stanford Institutional Investors Forum, 2007.

²⁷ Testimony of Professor J. C. Coffee before the Senate Banking Committee, 2007, http://banking.senate.gov/public/_files/OpgStmntCoffeeSenateTestimonyTurmoilintheUSCreditMarkets.pdf [21.01.2010]

²⁸ Warto przywołać szokujące wspomnienia jednego z analityków banków inwestycyjnych w londyńskim City, które ukazywały się w gazecie *The London Paper*. Relacje te w bardzo dosadny sposób oddają warunki pracy, relacje analityków z przedstawicielami spółek oraz funduszy inwestycyjnych, a także politykę wynagrodzeń opartą na przyznawanych premiach motywujących do generowania jak najwyższych obrotów – zob. <http://www.thelondonpaper.com/thelondonpaper/>

coraz częściej pojawiają się głosy wskazujące, iż odejście od regulacji Glass-Steagall Act i połączenie działalności inwestycyjnej na rynku kapitałowym i depozytowej amerykańskich banków negatywnie wpłynęło nie tylko na zarządzanie ryzykiem, ale także na efektywność całego systemu²⁹.

3. Najważniejsze wyzwania na przyszłość

Kryzys finansowy jest niewątpliwie bolesnym doświadczeniem dla społeczeństw i gospodarek, jednak jedną z najistotniejszych kwestii jest umiejętność wyciągnięcia wniosków i wdrożenia mechanizmów naprawczych, które w przyszłości pomogą uniknąć popełnienia podobnych błędów. Dotyczy to także systemów corporate governance, które mają zapewniać przejrzystość na rynku, gwarantować bieżący nadzór nad spółkami oraz dbać o bezpieczeństwo inwestorów. Kryzys finansowy pokazał jednak wiele ograniczeń i słabości przyjętych wcześniej rozwiązań. Należy jednak pamiętać i fundamenty założenia systemu sprawdziły się³⁰. Przyjmując za punkt wyjścia przytoczone główne wnioski należy stwierdzić, iż przez systemami nadzoru korporacyjnego stoją obecnie ważne wyzwania podniesienia jakości funkcjonowania rady, w tym w szczególności komitetu audytu i komitetu wynagrodzenia, rozbudowy systemów kontroli wewnętrznej i systemów zarządzania ryzykiem oraz zasadniczy reform polityki wynagradzania kadry zarządzającej. Ponadto, pojawiają się głosy o bardziej radykalnych metodach podnoszenia standardów corporate governance. Jak zauważa Mats Isaksson z OECD³¹ spółki są zainteresowane odzyskiwaniem zaufania na rynku i poprawy standardów nadzorczych. Stąd obserwuje się większą chęć do współpracy między sektorem biznesu a regulatorami, a nawet pomysł przekształcenia dokumentów dobrych praktyk, w tym zasad OECD Principles of corporate governance w obowiązujące przepisy prawa. Różnice bowiem w regulacjach w poszczególnych krajach mogą okazać się problematyczne na globalnym rynku kapitałowym, na którym słabości nadzorcze jednego systemu mogą jak wirus grupy przenosić się na inne kraje. Choć pomysł uczynienia rekomendacji OECD obowiązującymi nie wydaje się od razu zły, należy pamiętać, iż żadne standardy nie zapewnią wysokiej jakości nadzoru bez większej presji na postępowanie etyczne i większą odpowiedzialność wszystkich uczestników rynku, w tym przede wszystkim członków rad.

news/features/since-city-boy-unmasked-himself-on-thelondonpaper-website-hilarious-tributes-hav [21.01.2010].

²⁹ H. Boerner: The capital markets crash of 2008: What kind of regulatory reforms are needed, "Corporate Finance Review", vol. 13, no. 3, 2008, s. 34-37.

³⁰ B. Cheffins: Did corporate governance 'fail' during the 2008 stock market meltdown? The case of the S&P 500, "The Business Lawyer", vol. 65, 2009, s. 1-66.

³¹ M. Isaksson: Corporate governance and the financial crisis: Questions and answers, OECD, 2009, http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_43063537_1_1_1_1,00.html.

4. Podsumowanie

Doświadczenia kryzysów gospodarczych i skandali korporacyjnych mają duże znaczenie w procesie rozwoju systemów *corporate governance*. To, że kryzysy czy załamania gospodarcze przynoszą wiele problemów społeczeństwom i negatywnie odbijają się na poziomie życia wielu ludzi jest kwestią niezaprzeczną. Jednakże dla systemów gospodarczych, funkcjonujących przedsiębiorstw i instytucji tworzących standardy i przepisy okresy recesji są ważną lekcją w procesie usprawniania istniejących rozwiązań. W efekcie, czasy kryzysowe są często dla gospodarki czasami oczyszczania, refleksji i zmiany kierunków rozwoju. Ponadto, niejednokrotnie przyczyniły się do stworzenia nowych regulacji czy standardów funkcjonowania w gospodarce. Ze względu na zagrożenia, jakie niesie każde załamanie gospodarcze, negatywne skutki odczuwane przez większość ludzi oraz poważne ryzyko zachwiania międzynarodowej równowagi należy szczególnie analizować przyczyny poszczególnych kryzysów i starać się formułować wnioski, które zapobiegą ich powtarzaniu się w przyszłości. Wnioski z kryzysu z lat 2007-2009 przedstawione w artykule wskazują na konieczność wdrożenia wielu reform w zakresie nadzoru korporacyjnego.

Literatura:

1. Bainbridge M.: *The complete guide to Sarbanes-Oxley. Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business*, Adams Business, Avon, Massachusetts, 2007.
2. Bebchuk L., Fred J.: *Pay without performance: unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, 2004.
3. Boerner H.: *The capital markets crash of 2008: What kind of regulatory reforms are needed*, "Corporate Finance Review", vol. 13, no. 3, 2008.
4. Buck T., Shahrin A.: *The translations of corporate governance changes cross national cultures: the case of Germany*, „Journal of International Business Studies”, 2005, vol. 36.
5. Carter C., Lorsch J.: *Back to the drawing board*, Harvard Business School Press, 2004.
6. Cheffins B.: *Did corporate governance 'fail' during the 2008 stock market meltdown? The case of the S&P 500*, "The Business Lawyer", vol. 65.
7. Clapman P.: *Committee on fund governance. Best practice principles*, Stanford Institutional Investors Forum, 2007.
8. Coffee J.: *Understanding Enron: It's about gatekeepers, stupid*, 2002, www.ssrn.com/abstract_id=325240 [21.01.2010]
9. Cox C.: *Keynote address to the 2007 US-EU corporate governance conference*, wystąpienie przewodniczącego Securities and Exchange Commission, 2007, www.sec.gov/news/speech/2007/spch100907cc.htm [21.01.2010]
10. Dujuan Y.: *Inefficient American corporate governance under the financial crisis and China's reflections*, "International Journal of Law and Management", vol. 51, 2009.

11. Fisch J.: *Taking boards seriously* [w:] T. Joo T. (red.) *Corporate Governance. Law, theory and policy*, Carolina Academic Press, Durham, 2004.
12. Fox L. : *Enron. The rise and fall*, John Willey & Sons, New York, 2003.
13. Gilson R., Milhaupt C.: *Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance*, "American Journal of Comparative Law", vol. 53, no. 2, 2005.
14. Glasbeek H.: *Wealth by stealth, Between the lines*, Toronto, 2002; A. Durnev, E. Han Kim: *To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment and valuation*, "Journal of Finance", vol. 60, no. 3, 2005.
15. <http://www.thelondonpaper.com/thelondonpaper/news/features/since-city-boy-unmasked-himself-on-thelondonpaper-website-hilarious-tributes-hav> [21.01.2010]
16. Madsen S., Vance C.: *Unlearned lessons from the past: an insider's view of Enron's downfall*, „Corporate Governance”, vol. 9, no. 2, s. 216-227.
17. Isaksson M.: *Corporate governance and the financial crisis: Questions and answers*, OECD, 2009, http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_43063537_1_1_1_1,00.html
18. Jackson C.: *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2008.
19. Johnson S., Ryan H., Tian Y.: *Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter*, 2008, www.ssrn.com/abstract=395960 [21.01.2010]
20. Kansas D.: *Guide of the end of Wall Street as we know it*, Collins Business, Nowy Jork, 2009.
21. Kirkpatrick G.: *The corporate governance lessons from the financial crisis*, OCED, 2009 <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf> [21.01.2010]
22. MacAvoy P., Millstein I.: *The recurrent crisis in corporate governance*, Palgrave Macmillan, Nowy Jork, 2003.
23. Mallin C.: *Corporate governance*, Oxford University Press, 2004.
24. Martin P. : *As risk management evolves, is operational risk management important?*, "The Journal of Operational Risk", vol. 4, nr 4, 2009.
25. Masulis R., Thomas R.: *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on corporate governance*, University of Chicago Law Review, vol. 76, no. 1, 2009.
26. McLean B., Elkind E. : *The smartest guy in the room*, Penguin Books, 2003.
27. Murray A.: *Revolt in the boardroom. The new rules of power in corporate America*, Collins, 2007.
28. Rogowski W.: *Whistleblowing: bohaterstwo, zdrada czy interes*, "Przegląd Corporate Governance", nr 1 (9).
29. Romano R.: *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, "The Yale Law Journal", vol. 114, no. 7, 2005.
30. Rost K., Osterloh M.: *Management fashion pay-for-performance for CEOs*, "Schmalenbach Business Review", vol. 61, 2009.

31. Testimony of Professor J. C. Coffee before the Senate Banking Committee, 2007, http://banking.senate.gov/public/_files/OpgStmtCoffeeSenateTestimonyTurmoilintheUSCreditMarkets.pdf [21.01.2010]
32. Zingales L.: *Want to stop corporate fraud? Pay off those whistle blowers*, 2004; www.savingcapitalism.com/corpfraud.pdf [21.01.2010].

Streszczenie

Doświadczenia kryzysów gospodarczych i skandali korporacyjnych mają duże znaczenie w procesie rozwoju systemów *corporate governance*. Choć załamania gospodarcze przynoszą wiele problemów społeczeństwom i negatywnie odbijają się na poziomie życia wielu ludzi, dla systemów ekonomicznych, przedsiębiorstw i instytucji są ważną lekcją w procesie usprawniania istniejących rozwiązań. Czasy kryzysowe są okresem oczyszczania, refleksji i zmiany kierunków rozwoju i przyczyniają się do stworzenia nowych regulacji czy standardów funkcjonowania w gospodarce. Wnioski z kryzysu z lat 2007-2009 przedstawione w artykule wskazują na konieczność wdrożenia wielu reform w zakresie nadzoru korporacyjnego.

Financial crisis 2007-2009: Challenges for *corporate governance*

Summary

The experience of economic crises and corporate scandals play an important role in the processes of *corporate governance* systems development. Despite that The economic slowdowns bring many problems for societies and have a negative impact on the living standards, they deliver an important lesson for economic systems, companies and institutions in the process of enhancing current solutions. Crisis times are also the periods of reflection and the change of development directions and contribute to the formulation of new regulation or standards. The conclusions derived from the financial crisis of 2007-2009 presented in the article indicate the need for many reforms in corporate governance.