

JACEK GAD

Rachunkowość w procesie nadzoru w spółkach publicznych



W Y D A W N I C T W O
UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO • ŁÓDŹ 2011

JACEK GAD

**Rachunkowość
w procesie nadzoru
w spółkach
publicznych**



W Y D A W N I C T W O
UNIWERSYTETU ŁÓDZKIEGO • ŁÓDŹ 2011

RECENZENT

Magdalena Jerzemowska

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Iwona Gos

OPRACOWANIE TECHNICZNE I ŁAMANIE

Leonora Wojciechowska

KOREKTORZY

Katarzyna Gorzkowska, Dorota Stępień

PROJEKT OKŁADKI

Barbara Grzejszczak

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011

ISBN 978-83-7525-614-7

Spis treści

Wstęp	5
Rozdział 1. Nadzór korporacyjny w teorii i praktyce przedsiębiorstwa	15
1.1. Zarządzający i właściciel kapitału a nadzór korporacyjny	15
1.1.1. Zarządzający i właściciel kapitału w teoriach przedsiębiorstwa	15
1.1.2. Teoria agencji a relacje pomiędzy zarządzającym i właścicielem kapitału	21
1.1.3. Istota, klasyfikacja i kluczowe modele nadzoru korporacyjnego	26
1.2. Zarządzający i rada nadzorcza wobec nadzoru korporacyjnego	37
1.2.1. Nadzór a kontrola w przedsiębiorstwie	37
1.2.2. Relacje między radą nadzorczą i zarządem jako organami przedsiębiorstwa	44
1.2.3. Proces komunikacji zarządu z radą nadzorczą	50
1.3. Rola rady nadzorczej w procesie nadzoru – rozwiązania polskiej praktyki gospodarczej	53
1.3.1. Zadania i kompetencje rady nadzorczej w polskich spółkach publicznych	53
1.3.2. Rola komitetów w procesie profesjonalizacji działalności rad nadzorczych	61
1.3.3. Prawo do informacji rad nadzorczych w warunkach asymetrii informacji	65
Rozdział 2. System rachunkowości jako podstawowe źródło informacji o działalności spółki	71
2.1. System informacyjny rachunkowości a system informacyjny przedsiębiorstwa	71
2.1.1. Istota systemu informacyjnego przedsiębiorstwa	71
2.1.2. Miejsce systemu informacyjnego rachunkowości w systemie informacyjnym przedsiębiorstwa	78
2.1.3. Cele i kluczowe atrybuty systemu informacyjnego rachunkowości	81
2.2. Informacje generowane przez system rachunkowości i ich rola w podejmowaniu decyzji ekonomicznych	85
2.2.1. Rachunkowość finansowa i zarządcza jako kluczowe elementy systemu informacyjnego rachunkowości	85
2.2.2. Główne obszary wykorzystania informacji dostarczanych przez system rachunkowości	90
2.2.3. Rola informacji pochodzących z systemu rachunkowości w zarządzaniu i rozliczeniach z właścicielem kapitału	96
2.3. Sprawozdania finansowe wobec wyzwań współczesnego biznesu – ujęcie krajowe i międzynarodowe	102
2.3.1. Harmonizacja rachunkowości a zmiany priorytetów biznesowych	102
2.3.2. Sprawozdanie finansowe a raport finansowy w świetle obecnie obowiązujących krajowych i międzynarodowych regulacji rachunkowości	109
2.3.3. Sprawozdanie finansowe a raport biznesowy	117
Rozdział 3. Funkcjonowanie rad nadzorczych w polskich publicznych spółkach akcyjnych a system rachunkowości – badanie empiryczne	131
3.1. Charakterystyka badania	131
3.1.1. Rada nadzorcza w świetle zmian prawa bilansowego – zarys problemu badawczego	131
3.1.2. Zakres badania na tle dotychczasowych badań dotyczących funkcjonowania rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych	140
3.1.3. Cel główny i cele szczegółowe badania	144

3.1.4. Opis grupy i metody badawczej oraz organizacji badania	145
3.1.5. Charakterystyka narzędzia badawczego, sposobu przetwarzania danych i prezentacji wyników	147
3.2. Rada nadzorcza we współczesnej publicznej spółce kapitałowej – zestawienie opinii respondentów	149
3.2.1. Obszary funkcjonowania rad nadzorczych w publicznych spółkach kapitałowych	149
3.2.2. Komunikacja między zarządem a organem nadzoru z wykorzystaniem informacji pochodzących z systemu rachunkowości	160
3.2.3. Odpowiedzialność rad nadzorczych za wiarygodność systemu informacyjnego rachunkowości	170
3.3. Współczesna rada nadzorcza a system rachunkowości – wnioski sformułowane na podstawie badania	174
3.3.1. Członkowie rad nadzorczych jako nadzorujący działania zarządu oraz pełniący rolę doradcy	175
3.3.2. System informacyjny rachunkowości jako istotne narzędzie komunikacji między zarządem a radą nadzorczą	176
3.3.3. Ograniczony wpływ regulacji prawa bilansowego na rozszerzenie obowiązków rady nadzorczej związanych z systemem rachunkowości	178
Rozdział 4. Pakiety informacyjne na potrzeby realizacji procesu nadzoru w publicznej spółce kapitałowej – propozycja własna	181
4.1. Koncepcja pakietów informacyjnych – przyjęte założenia, ich funkcjonowanie oraz relacje między nimi	181
4.2. Struktura i zawartość poszczególnych pakietów informacyjnych	193
4.2.1. Pakiet informacyjny zarządu dla członków komitetu audytu	193
4.2.2. Pakiet informacyjny zarządu dla członków rad nadzorczych	199
4.2.3. Pakiet informacyjny rady nadzorczej dla akcjonariuszy	212
4.2.4. Pakiet informacyjny rady nadzorczej dla interesariuszy	216
4.3. Pakiety informacyjne jako ogniwa współczesnego łańcucha raportów korporacyjnych ..	218
Zakończenie	223
Bibliografia	227

Wstęp

Współczesny system rachunkowości, jako szczególny system informacyjny, ma podstawowe znaczenie dla funkcjonowania mechanizmu wewnętrznego nadzoru korporacyjnego, rozumianego przez pryzmat nadzoru instytucjonalnego. Jedynym organem w spółce kapitałowej, odpowiedzialnym za realizację procesu nadzoru, jest rada nadzorcza.

Prowadzone w ramach niniejszego opracowania rozważania, dotyczące roli systemu rachunkowości w procesie nadzoru realizowanym przez rady nadzorcze, wydają się nabierać szczególnego znaczenia w obecnej rzeczywistości gospodarczej, naznaczonej przez kryzys finansowy. Sytuacja ekonomiczna większości krajów, a przez to działających w ich granicach przedsiębiorstw, skłania do ponownego przeanalizowania wzorów i rozwiązań przyjętych jako niezawodne i jedynie możliwe. R. Kapuściński, opisując otaczającą nas rzeczywistość, stwierdził, że „żyjemy dziś w świecie, w którym nic nie jest dane raz na zawsze. Musimy stale czynić wysiłek odnowy, stale wszystko renegocjować, poruszając się wśród nieskończonej ilości zmiennych i niewiadomych”¹. Kryzys gospodarczy to jednocześnie kryzys zaufania, początkowo do instytucji finansowych, a w następnej kolejności do kontrahentów, inwestorów. W tej sytuacji naturalnym jest poszukiwanie pewnych i wiarygodnych punktów odniesienia oraz dążenie do stabilności. Istotną rolę w tym względzie pełni z jednej strony instytucja rady nadzorczej (rady dyrektorów w modelu monistycznym) funkcjonująca w spółkach kapitałowych, z drugiej natomiast wiarygodny system rachunkowości, za pomocą którego tworzony jest obraz sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki, prezentowany w jej sprawozdaniu finansowym.

Rada jest (a przynajmniej powinna być) gwarantem, że działania zarządu są zgodne z prawem oraz są ekonomicznie efektywne. Obecnie rada nadzorcza jest organem, który nie tylko potwierdza dobrą lub złą sytuację ekonomiczną jednostki czy przestrzeganie prawa w spółce, ale także w pewnym zakresie sama uczestniczy w funkcjonowaniu spółki. Współczesna rada nadzorcza nie tylko ocenia, ale również kreuje rzeczywistość ekonomiczną i prawną przedsiębiorstwa². Można przypuszczać, że nowe podejście do zarządzania przedsiębior-

¹ R. Kapuściński, *Rwący nurt historii. Zapiski o XX i XXI wieku*, Wyd. Znak, Kraków 2007, s. 11.

² Na współcześnie pojmowaną rolę rady nadzorczej (rady dyrektorów) w funkcjonowaniu spółek zwraca się uwagę w licznych publikacjach. Por. J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia*

stwami, polegające na ciągłym poszukiwaniu wartości (identyfikowaniu obszarów tworzących wartość), przyczyniło się w pewnym stopniu do tego, iż zaczęto zastanawiać się nad radą nadzorczą w kontekście nośników wartości. Skoro członkowie rady zużywają zasoby przedsiębiorstwa (w postaci m.in. wynagrodzeń), powinni również kreować jego wartość. Wśród fundamentalnych zadań pojawiających się przed radami nadzorczymi, mających na celu kreowanie wartości, jest zwiększanie zaufania do informacji ujawnianych przez spółkę. M. Jerzemowska zwraca uwagę, że do zadań rady nadzorczej należy „zapewnienie, by sprawozdania finansowe i inne powiązane informacje, ogłaszane przez spółkę, przedstawiały rzetelny i kompletny obraz sytuacji spółki”³. Rada nadzorcza może je realizować głównie poprzez monitorowanie procesu sprawozdawczości finansowej. Należy zauważyć, że obecnie jednostki zaufania publicznego (m.in. emitenci papierów wartościowych) muszą powoływać w ramach rady nadzorczej grupę zadaniową zajmującą się m.in. monitorowaniem sprawozdawczości finansowej, tj. komitet audytu. Członkowie komitetu audytu powinni posiadać doświadczenie i kwalifikacje z zakresu rachunkowości, a sama konstrukcja komitetu jest wyraźnym przejawem profesjonalizacji działalności rady nadzorczej. Warto jednak pamiętać, że komitet audytu nie jest organem spółki kapitałowej i nie zwalnia on niezasiadających w nim członków rady nadzorczej z nadzorowania systemu informacyjnego rachunkowości.

światowe oraz kierunki rozwoju, Wyd. C. H. Beck, Warszawa 2010; idem (red.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005; idem, *Rola i funkcje rady nadzorczej w przeciwdziałaniu sytuacjom kryzysowym w przedsiębiorstwie*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004; P. Urbanek, *Ewolucja funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008; A. Opalski, *Prawo gospodarcze i handlowe. Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Wyd. C. H. Beck, Warszawa 2006; idem, *Rada nadzorcza jako strategiczne ogniwo ładu korporacyjnego spółki akcyjnej*, [w:] M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka (red.), *Europejskie prawo spółek*, t. 3: *Corporate Governance*, Wyd. Wolters Kluwer, Kraków 2006; *Evaluating and Improving Governance in Organizations*, International Good Practice Guidance, International Federation of Accountants, New York, February 2009; M. Hilb, *New Corporate Governance. Successful Board Management Tools*, Springer, Heidelberg 2005; *Evaluating and Improving Governance in Organizations*, International Good Practice Guidance, International Federation of Accountants, New York, February 2009; J. Pfeffer, G. Salancik, *The External Control of Organisations: A Resource Dependence Perspective*, Harper & Row, New York 1978, podają za: J. I. Siciliano, *Board Involvement in Strategy and Organizational Performance*, „Journal of General Management” 2005, vol. 30, no. 4; S. A. Zahra, *Increasing the Board's Involvement in Strategy*, „Long Range Planning” 1990, vol. 6, no. 6; I. M. Millstein, *The Professional Board*, „Business Lawyer” 1995, vol. 50, no. 4; K. Zalega, *Corporate governance w podmiotach gospodarczych powiązanych kapitałowo – aspekty praktyczne*, „Przegląd Organizacji” 2003, t. 3.

³ Zob. M. Jerzemowska, *Międzynarodowe regulacje nadzoru korporacyjnego a zawartość raportu rocznego*, [w:] J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 18.

Dodatkowo, co prawda rady nadzorcze mogą oddelegować poszczególnych członków do pełnienia określonych czynności nadzorczych, jednak ostateczne decyzje podejmują kolegiąlnie.

Informacje pochodzące z systemu rachunkowości powinny być wiarygodne i tym samym stanowić punkt odniesienia zarówno w czasach kryzysu, jak i w okresie wzmożonego rozwoju gospodarczego. Doświadczenia pokazują, iż z rozwojem gospodarczym związane jest powstawanie mechanizmów finansowych, które określa się współczesną agresywną inżynierią finansową. Stanowią one poważne wyzwanie dla obecnego systemu rachunkowości⁴. S. Surdykowska uważa, iż „reagując na wyzwania związane z kolejnymi kryzysami finansowymi w XX w., krajowe i międzynarodowe instytucje związane z ustalaniem standardów rachunkowości dążyły do zapewnienia rzetelności informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw w stopniu wcześniej nieznanym”⁵.

Sprawozdania finansowe są podstawowym narzędziem komunikowania się jednostki z otoczeniem. Mają one szczególny charakter, gdyż – w ustalonej formie i ustalonym zakresie – dostarczają użytkownikom informacji o efektach działania zarządu w trakcie okresu sprawozdawczego. Co więcej, użytkownik sprawozdania finansowego powinien mieć pewność, że informacje w nim zawarte wiarygodnie przedstawiają sytuację finansową jednostki. Gwarantowana prawem wiarygodność jest kluczowym atrybutem całego systemu informacyjnego rachunkowości i wyróżnia go spośród innych systemów informacyjnych. Sprawozdanie finansowe odzwierciedla cechy samego systemu rachunkowości, dlatego nie może być mowy o wiarygodnym sprawozdaniu bez wiarygodnego systemu rachunkowości. Wszelkie działania ustawodawcze, prowadzące do doskonalenia systemu rachunkowości w tym zakresie, należy zatem postrzegać jako pozytywne.

W tym miejscu warto przywołać szeroko zakrojone działania podjęte w ramach Unii Europejskiej, w części inspirowane rozwiązaniami przyjętymi w Stanach Zjednoczonych, dotyczące modernizacji prawa spółek oraz doskonalenia nadzoru korporacyjnego. Działania te miały na celu m.in. zwiększenie zaangażowania rad nadzorczych (rad dyrektorów) w funkcjonowanie systemu rachunkowości i zostały zaadaptowane przez prawo wspólnotowe w formie m.in. wspólnej odpowiedzialności organów (zarządu i rady) w spółce kapitałowej za zawartość sprawozdań finansowych. W Polsce postanowienia te znalazły odzwierciedlenie w art. 4a ustawy o rachunkowości, zgodnie z którym kierownik jednostki oraz członkowie rady nadzorczej lub innego organu nadzorującego

⁴ Problem ten podjęty został m.in. w: S. Surdykowska, *Kryzysy finansowe a wiarygodność sprawozdań finansowych*, [w:] *Problemy współczesnej rachunkowości*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 493; M. Hulicka, *Oszukańcza sprawozdawczość finansowa. Wpływ rzetelnej rewizji finansowej na efektywność nadzoru korporacyjnego i ograniczenie asymetrii informacji na rynku kapitałowym*, Wyd. Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, s. 51–59.

⁵ S. Surdykowska, *Kryzysy finansowe...*, s. 479.

jednostki są zobowiązani do zapewnienia, aby sprawozdanie finansowe oraz sprawozdanie z działalności spełniały wymagania przewidziane w prawie bilansowym. Warto podkreślić, że zagadnienie odpowiedzialności rad nadzorczych za zawartość sprawozdań finansowych jest na tyle ważne, iż na forum Unii Europejskiej uznano, że stosowne przepisy należy wprowadzić do porządku prawnego państw członkowskich, nie bacząc na problemy m.in. natury prawnej, które mogą się przy okazji pojawić⁶. Tak właśnie stało się w Polsce – biorąc pod uwagę enigmatyczną treść art. 4a ustawy o rachunkowości, powstają pewne wątpliwości. Znajdują one odzwierciedlenie w następujących pytaniach: w jaki sposób członkowie rad nadzorczych mają zapewnić, by sprawozdanie finansowe było zgodne z zapisami ustawy o rachunkowości?; na podstawie jakich informacji?; kto te informacje ma dostarczyć?; czy rady nadzorcze dysponują wystarczającymi kompetencjami, by wywiązać się z tego obowiązku? Należałoby się również zastanowić nad wpływem powyższych zmian na model współpracy rady nadzorczej i zarządu. Obszarem, który w szczególności może ulec zmianie na skutek zmian prawa bilansowego, jest proces komunikacji zarządu i rady nadzorczej, zwłaszcza w zakresie informacji pochodzących z rachunkowości. Należy zatem przyjąć, że obecnie system rachunkowości staje się katalizatorem zmian w zakresie funkcjonowania organów w spółkach kapitałowych.

W niniejszym opracowaniu podjęto próbę identyfikacji procesu ewolucji, jaki zachodzi obecnie w przedsiębiorstwach, za sprawą nowej roli systemu rachunkowości w obszarze nadzoru. Proces ten związany jest m.in. z ewolucją celów przedsiębiorstwa, jakie przyświecają zarządzającym oraz właścicielom kapitału. Obecny prymat tworzenia wartości jako podstawowego celu przedsiębiorstwa pozwolił na integrację celów menedżerów i właścicieli kapitału. Dodatkowo przyznać należy, że coraz częściej wśród menedżerów i akcjonariuszy przestaje dominować, jak określa się w literaturze, „fascynacja krótkoterminowym sukcesem”⁷.

⁶ Autor w swoich dotychczasowych publikacjach podkreślał, że problemy te związane są m.in. z destrukcją wyraźnego podziału zadań i kompetencji w modelu dualistycznym nadzoru, w którym bieżące prowadzenie spraw spółki (również prowadzenie rachunkowości) jest domeną zarządu. Zob. J. Gad, *Odpowiedzialność rad nadzorczych za rachunkowość w świetle regulacji polskiego prawa bilansowego*, [w:] I. Sobańska, T. Wnuk-Pel (red.), *Rachunkowość w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009; idem, *Rachunkowość jako system wspomagający realizację funkcji nadzoru i kontroli w spółce kapitałowej*, [w:] *IX Ogólnopolskie Seminarium Doktorskie Rachunkowości i Finansów*, Wyd. Sopotkiej Szkoły Wyższej, Sopot 2009; idem, *Nadzór właścicielski w świetle zmian prawa bilansowego*, [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2009, nr 1; idem, *Rada nadzorcza na straży wiarygodności systemu rachunkowości w obliczu kryzysu*, [w:] B. Micherda, M. Stępień (red.), *Sprawozdawczość i rewizja finansowa wobec kryzysu ekonomicznego*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2009.

⁷ A. Lubowski, *Jak płacić na świeczniku?*, „Gazeta Wyborcza”, 25 stycznia 2010.

System rachunkowości staje się swoistym „pomostem”, który pozwala efektywnie realizować zadania zarówno zarządu, jak i rady nadzorczej spółki, dlatego oba organy muszą dbać o jego wiarygodność. Bez wątpienia zmiana prawa bilansowego, w zakresie przedstawionym powyżej, w ramach Unii Europejskiej (wcześniej w Stanach Zjednoczonych) przyspieszy tylko, obserwowany już od kilku lat, proces zacierania się wyraźnych różnic między systemem monistycznym nadzoru (obowiązującym m.in. w Wielkiej Brytanii) a systemem dualistycznym (obowiązującym m.in. w Niemczech czy w Polsce)⁸.

Warto zaznaczyć, że znaczenie nadzoru korporacyjnego w procesie zapewnienia wiarygodności systemu rachunkowości było (zwłaszcza na przestrzeni ostatnich kilku lat) przedmiotem rozważań wielu międzynarodowych organizacji⁹. W Polsce nie doczekało się, jak dotychczas, kompleksowego opracowania.

⁸ Nowe, innowacyjne ujęcie pozycji rady w przedsiębiorstwie zostało przedstawione w opracowaniu przygotowanym przez IFAC (International Federation of Accountants). Organizacja ta opracowała kluczowe zasady związane z ewolucją oraz towarzyszącym jej doskonaleniem nadzoru w organizacjach. Do zasad tych zaliczono m.in.: dobry nadzór powinien być całkowicie zintegrowany z samą organizacją; organ nadzoru powinien ustanowić fundamentalne wartości, dla których organizacja funkcjonuje; organ nadzoru powinien dostarczać kierunków; efektywne i wydajne zarządzanie ryzykiem przedsiębiorstwa powinno stanowić integralną część systemu nadzoru organizacji. Wytyczne te mają na tyle uniwersalny charakter, że mogą być odniesione zarówno do rad spółek funkcjonujących w modelu monistycznym, jak i dualistycznym. Zob. *Enterprise Governance: Getting the Balance Right*, IFAC/CIMA 2004; *Financial Reporting Supply Chain: Current Perspectives and Directions*, IFAC 2008; *Evaluating and Improving Governance in Organizations*, IFAC February 2009.

⁹ Por. D. Beatty, *Governance Self Appraisal Form*, Canadian Coalition for Good Governance, Toronto 2003; Cadbury Report, *Financial Aspects of Corporate Governance*, Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd., London 1992; Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward*, Brussels, 21 May 2003, KOM (2003) 284 wersja ostateczna; *Corporate Governance Country Assessment. Poland June 2005*, Report on the Observance of Standards and Codes, World Bank 2005; *Developments in the Financial Reporting Supply Chain – Results from a Global Study among IFAC Member Bodies*, Information Paper, International Federation of Accountants, New York, February 2009; *Discussion Paper on the Financial Reporting and Auditing Aspects of Corporate Governance*, European Federation of Accountants, Brussels, July 2003; Dyrektywa 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 17 maja 2006 r.; Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 14 czerwca 2006 r.; *Enterprise Governance...*; *Evaluating and Improving...*; *Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure*, United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, New York–Geneva 2006; *ICGN Global Corporate Governance Principles: Revised*, International Corporate Governance Network, 2009; *ICGN Statement and Guidance on Non-financial Business Reporting*, International Corporate Governance Network, 2008; IT Governance Institute, *Board Briefing on IT Governance*, 2nd ed., Rolling Meadows 2003; *OECD Principles of Corporate Governance 2004*; Institute of Management Accountants, *Draft Statement on Management Accounting*, „Strategic Finance”, August 2008; *The Roles and Domain of the Professional Accountant in Business*, Professional Accountants in Business Committee, International Federation

Dodatkowo rozważania teoretyczne, prowadzone w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, nie mogą być wprost przeniesione na grunt polski ze względu na odmienny model nadzoru. Dualistyczny model nadzoru – obowiązujący m.in. w Polsce – związany jest z wyraźnym podziałem ról między zarząd i radę nadzorczą. Tradycyjnie obszar związany z rachunkowością był domeną zarządzających, obecnie nie jest to już tak jednoznaczne.

Zagadnienie funkcjonowania rad nadzorczych w polskich spółkach kapitałowych było przedmiotem badań prowadzonych m.in. przez zespoły badawcze z Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego pod kierunkiem prof. J. Jeżaka¹⁰, Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego pod kierunkiem prof. S. Rudolfa¹¹, Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie¹², Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową¹³. Nie podejmowano w nich jednak problemów dotyczących wykorzystania przez członków rad nadzorczych – w procesie nadzoru – systemu informacyjnego rachunkowości czy oddziaływania przez członków rad nadzorczych na wiarygodność tego systemu. Przedstawione obszary stanowią lukę badawczą, a badania realizowane na potrzeby niniejszego opracowania mogą stanowić krok w kierunku jej uzupełnienia.

W prezentowanej publikacji podjęto próbę ustalenia, w jakim zakresie system rachunkowości wspomaga działania jednostek odpowiedzialnych za sprawowanie nadzoru w publicznych spółkach kapitałowych, jak również określenia udziału członków rad nadzorczych w procesie zapewniania wiarygodności systemu rachunkowości. W literaturze z zakresu rachunkowości problem ten nie jest eksponowany, członkowie rad nadzorczych jako użytkownicy systemu rachunkowości są traktowani marginalnie.

Należy podkreślić, że prowadzone rozważania oraz część badawcza niniejszego opracowania dotyczą spółek publicznych. W Polsce status spółki publicznej może posiadać spółka akcyjna lub spółka komandytowo-akcyjna. W praktyce publicznymi są tylko spółki akcyjne. Wybór spółki akcyjnej jako obiektu

of Accountants, New York 2005; *Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej)*, „Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej” 2005, nr 162/WE.

¹⁰ J. Jeżak (red.), *Struktura i formy...*

¹¹ S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.

¹² A. Peszko, *Rada nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Wyd. Diffin, Warszawa 2006.

¹³ P. Tamowicz, M. Dzierżanowski, *Własność i kontrola polskich korporacji*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2000. Warto również wskazać na badania realizowane przez: M. Jerzemowską (*Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002), P. Urbanką (*Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005), K. Zalegą (*Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Wyd. Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2003), A. Bieleckiego (*Nadzór korporacyjny w spółkach giełdowych*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2006, nr 6), Ernst & Young (*Nielad korporacyjny?. Raport o stanie przygotowania spółek giełdowych do wdrożenia Dyrektywy 43*, Warszawa 2009).

badawczego nie był przypadkowy. Spółka akcyjna ma charakter modelowy, jeśli chodzi o relacje między organami spółki. Przyznać również należy, że zakres i jakość ujawnianych przez publiczne spółki akcyjne informacji, w tym informacji o charakterze finansowym, jest największa. Spółki publiczne są również zobowiązane do przestrzegania, mających istotne znaczenie z punktu widzenia niniejszego opracowania, zasad dobrych praktyk. Nie zmienia to jednak faktu, że większość rozważań oraz opracowanych w ramach rozdziałów badawczych propozycji może być odniesiona także do spółek kapitałowych nieposiadających statusu spółki publicznej, tj. m.in. spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (pod warunkiem, że są one zobowiązane do utworzenia organu nadzoru).

Ze względu na to, iż wiele zagadnień wchodzących w skład przedstawionego obszaru badawczego opracowano już w literaturze przedmiotu nie zostały one przez autora podjęte w niniejszej publikacji. Chodzi przede wszystkim o takie problemy, jak: koncentracja własności, typ inwestora dominującego, nadzór w grupach kapitałowych, wynagradzanie menedżerów.

Celem głównym publikacji jest opracowanie koncepcji pakietów informacyjnych, bazujących na systemie informacyjnym rachunkowości oraz prezentujących obszary informacyjne szczególnie istotne z punktu widzenia realizacji procesu nadzoru, a także wspomagających proces komunikacji zarządu i rady nadzorczej oraz rady nadzorczej i interesariuszy.

Przedstawiony cel główny determinuje jednocześnie następujące cele szczegółowe opracowania:

- usystematyzowanie katalogu zadań rad nadzorczych oraz określenie potrzeb informacyjnych, w powiązaniu z zakresem informacji generowanych przez współczesny system informacyjny rachunkowości;
- określenie roli, jaką we współczesnej publicznej spółce kapitałowej powinien pełnić członek rady nadzorczej w odniesieniu do systemu rachunkowości;
- określenie podstawowych charakterystyk modelu komunikacji (w szczególności w zakresie informacji pochodzących z systemu rachunkowości) organów współczesnego przedsiębiorstwa.

W związku z tak postawionymi celami, główny problem badawczy koncentruje się na: zakresie informacji generowanych przez współczesny system informacyjny rachunkowości, na potrzebach informacyjnych członków rad nadzorczych realizujących swoje zadania we współczesnym przedsiębiorstwie, a także na roli systemu informacyjnego rachunkowości w zaspokajaniu tych potrzeb.

W niniejszym opracowaniu zostały wykorzystane następujące metody badawcze:

- analiza krytyczna literatury polskiej i anglojęzycznej z zakresu zarządzania, ekonomii, rachunkowości, prawa handlowego;
- metoda wywiadu kwestionariuszowego (techniką badawczą wykorzystaną do gromadzenia danych była ankieta pocztowa);
- metoda wywiadu bezpośredniego swobodnego ze standaryzowaną listą poszukiwanych informacji.

Celom opracowania podporządkowana została jego struktura. Publikacja składa się z czterech rozdziałów, w tym dwóch teoretycznych i dwóch empirycznych. Całe opracowanie, jak i poszczególne jego rozdziały zorganizowane są zgodnie z zasadą „od ogółu do szczegółu”.

W pierwszym rozdziale nakreślono tło problemów związanych z procesem nadzoru w przedsiębiorstwie. W tym celu przeanalizowano podstawowe charakterystyki teorii przedsiębiorstwa, ze szczególnym uwzględnieniem teorii agencji, stanowiącej podbudowę teoretyczną dla nadzoru korporacyjnego, jak również przedstawiono różne sposoby definiowania i klasyfikacji nadzoru korporacyjnego. Przedmiotem szczególnego zainteresowania w ramach niniejszego rozdziału jest działalność rad nadzorczych w przedsiębiorstwie, w tym relacje między nadzorem realizowanym przez rady nadzorcze i kontrolą sprawowaną przez zarządzających oraz problem komunikacji między organami w spółce kapitałowej. Usystematyzowano w nim również katalog zadań rad nadzorczych wynikających z przepisów prawa i regulacji środowiskowych oraz zwrócono uwagę na proces tworzenia w ramach rad nadzorczych grup zadaniowych, czyli tzw. komitetów.

Rozdział drugi opracowania koncentruje się na systemie informacyjnym rachunkowości, pełniącym istotną rolę w procesie nadzoru. Na podstawie badań literaturowych określono jego miejsce w systemie informacyjnym przedsiębiorstwa. Poddano analizie strukturę współczesnego systemu informacyjnego rachunkowości, łączącego w sobie podsystem rachunkowości finansowej i zarządczej. Usystematyzowano również, prezentowane w literaturze, obszary wykorzystania informacji pochodzących z systemu rachunkowości, wskazując jednocześnie na dualizm tego systemu, który z jednej strony działa na rzecz zarządzających, z drugiej natomiast umożliwia dokonanie rozliczenia zarządu przed właścicielem kapitału. Szczególną uwagę zwrócono na harmonizację rachunkowości dotyczącą zakresu i charakteru informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym. Ważnym problemem prezentowanym w niniejszym rozdziale jest zwiększający się stale zakres informacji towarzyszących sprawozdaniom finansowym oraz wynikający z tego proces transformacji sprawozdań w raporty biznesowe. W dyskusji nad współczesnym zakresem ujawnień informacji niefinansowych istotną rolę pełni prezentowana w niniejszym rozdziale formuła Komentarza Zarządu, przygotowana przez IASB.

Rozdział trzeci ma charakter empiryczny, a w jego ramach zagadnienia teoretyczne (będące przedmiotem rozważań w poprzednich rozdziałach) odniesiono do praktyki gospodarczej. Punktem wyjścia było umiejscowienie obszaru badawczego podjętego przez autora wśród innych badań, realizowanych przez różne ośrodki naukowe w Polsce. Intencją autora było po pierwsze kontynuowanie pewnych obszarów badawczych istotnych z punktu widzenia niniejszego opracowania, po drugie analiza tych zagadnień, które nie były dotychczas przedmiotem badań. Metodą badawczą, zastosowaną w ramach badania, był wywiad kwestionariuszowy, natomiast techniką badawczą – ankieta pocztowa. Na potrzeby opracowania wyodrębniono trzy obszary badawcze, będące

przedmiotem szczególnego zainteresowania, tj. funkcjonowanie rady nadzorczej we współczesnej publicznej spółce kapitałowej, komunikacja organów w ramach spółki z wykorzystaniem m.in. informacji pochodzących z systemu rachunkowości oraz problem odpowiedzialności rad nadzorczych za wiarygodność systemu informacyjnego rachunkowości.

Rozdział czwarty jest odzwierciedleniem rozważań teoretycznych, prowadzonych w pierwszych dwóch rozdziałach opracowania oraz wyników badania przedstawionego w rozdziale trzecim. Rozdział ten zawiera propozycję własną autora, dotyczącą systemu komunikacji między organami w publicznej spółce kapitałowej (oraz między spółką i interesariuszami), bazującego na systemie informacyjnym rachunkowości. Jej kluczowymi elementami są opracowane narzędzia komunikacji w postaci pakietów informacyjnych. Struktura i zawartość poszczególnych pakietów informacyjnych były przedmiotem badania z wykorzystaniem metody wywiadu bezpośredniego, w którym wzięli udział przedstawiciele świata nauki, reprezentujący takie dziedziny wiedzy, jak: ekonomia, prawo handlowe, zarządzanie, rachunkowość, mający jednocześnie doświadczenie praktyczne w pełnieniu funkcji członka rady nadzorczej.

W zakończeniu przedstawiono wnioski wynikające z części teoretycznej i empirycznej opracowania, korzyści i ograniczenia związane z opracowaną w rozdziale czwartym koncepcją, a dodatkowo wskazano obszary przyszłych badań.

W tym miejscu chciałbym bardzo podziękować Pani Profesor Ewie Walińskiej, która była i jest moim przewodnikiem po świecie nauki. Niniejsze opracowanie powstało dzięki bezgranicznemu wsparciu ze strony Pani Profesor w trakcie poszczególnych etapów prowadzonych przeze mnie badań. Moje obecne zainteresowania naukowe są odzwierciedleniem wspólnych projektów badawczych, publikacji oraz niezliczonych dyskusji prowadzonych z Panią Profesor.

Dziękuję również Pani Doktor Annie Rzetelskiej z Wydziału Prawa i Administracji UŁ za poświęcony czas oraz uwagi, szczególnie cenne, gdyż wyrażone nie tylko przez znakomitego przedstawiciela nauki, ale również przez wieloletniego członka rad nadzorczych.

Dziękuję za wszelkie uwagi i sugestie także osobom, które wzięły udział w wywiadzie bezpośrednim.

Podziękowania składam również wszystkim Pracownikom Katedry Rachunkowości Wydziału Zarządzania UŁ, w szczególności Pani Profesor Irenie Sobańskiej – kierownikowi Katedry Rachunkowości, za wskazówki, których mi udzielili w trakcie pisania niniejszego opracowania.

Szczególne podziękowania chciałbym złożyć Pani Profesor Magdalenie Jerzemowskiej za wnikliwe uwagi i cenne wskazówki oraz za podjęcie się trudu recenzowania niniejszego opracowania.

Rozdział 1. Nadzór korporacyjny w teorii i praktyce przedsiębiorstwa

Nadzór korporacyjny tworzy architekturę rachunku odpowiedzialności – struktury i procesy, które mają na celu zapewnienie, że przedsiębiorstwo jest zarządzane zgodnie z interesem jego właścicieli¹.

1.1. Zarządzający i właściciel kapitału a nadzór korporacyjny

1.1.1. Zarządzający i właściciel kapitału w teoriach przedsiębiorstwa

Teorie przedsiębiorstwa opisują obiekt, którego organizacja i funkcjonowanie zmienia się na przestrzeni lat. Wynika to ze zmieniającej się rzeczywistości gospodarczej. Pojawiają się nowe formy prawne, źródła finansowania czy też sposoby sprzedaży, a przedsiębiorstwa muszą stawiać czoła nieznanym dotąd wyzwaniom. Wśród teorii ekonomicznych nie ma jednoznaczności co do sposobu postrzegania przedsiębiorstwa. Różnie opisywany jest przez poszczególne teorie sam cel przedsiębiorstwa, począwszy od jednoznacznie sformułowanego celu w postaci zysku – w teorii neoklasycznej, aż do wiązki różnych celów – w teoriach behawioralnych².

W tradycyjnej ekonomii ugruntowaną pozycję zajmuje **neoklasyczna teoria przedsiębiorstwa**, która bazuje na koncepcji kosztów marginalnych i zakłada, że „jednostka, działając w konkurencyjnym otoczeniu i kierując się motywem maksymalizacji zysku, podejmuje racjonalne decyzje, porównując krańcowe koszty pozyskiwania czynników produkcji z krańcowymi przychodami z tych

¹ *Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors*, Higgs Report, January 2003.

² Por. S. Soduł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Teoria i praktyka zarządzania*, Wyd. Dom Organizatora, Toruń 1999, s. 35–36; M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, s. 306; T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2002, s. 119; R. M. Cyert, J. G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1963.

czynników”³. Neoklasyczną teorię przedsiębiorstwa należy postrzegać nie jako teorię firmy, ale jako teorię rynków, w której podstawowym aktorem jest przedsiębiorstwo⁴.

W teorii neoklasycznej nie podlega analizie organizacja wewnętrzna oraz procesy zachodzące wewnątrz przedsiębiorstwa, a samo przedsiębiorstwo traktowane jest jako swoista „czarna skrzynka” (*black box*)⁵. Zgodnie z tą teorią głównym zadaniem przedsiębiorstwa jest przetwarzanie strumienia wejścia (zużywane zasoby wytwórcze – materiały, surowce, zasoby naturalne, praca, kapitał itp.) w strumieniu wyjścia (produkty gotowe, usługi, odpady itp.)⁶.

W neoklasycznym przedsiębiorstwie nie funkcjonuje oddzielenie własności od zarządzania. W teorii neoklasycznej nie rozróżnia się właściciela, przedsiębiorcy i menedżera, a tym samym nie identyfikuje przedsiębiorcy jako jednostki, która stworzyła przedsiębiorstwo i podejmuje ryzykowne decyzje⁷. W teorii tej nie podejmuje się również problemów wynikających ze struktury właścicielskiej. Zagadnienia te znajdują odzwierciedlenie w kolejnych, prezentowanych w niniejszym opracowaniu teoriach przedsiębiorstwa. Przed ich charakterystyką wspomnieć należy o jednym z procesów mającym wpływ na zmiany w charakterze własności przedsiębiorstw, tj. **profesjonalizacji zarządzania**⁸, która polega na przechodzeniu funkcji zarządzania z rąk właścicieli kapitału w ręce zawodowych menedżerów⁹. Warto zaznaczyć, że już w 1932 r. A. A. Berle i G. C. Means w swojej publikacji zauważyli, że menedżerowie dużych prywatnych korporacji, których akcje są rozproszone wśród wielu akcjonariuszy, realizują własne interesy i nie dążą do osiągnięcia celów właścicieli kapitału¹⁰.

³ S. Soduł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy...*, s. 35–36.

⁴ Por. M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm...*, s. 306. Zob. także: J. Lichtarski, *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, Wyd. Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 1997, s. 31; T. Gruszecki, *Współczesne teorie...*, s. 119.

⁵ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm...*, s. 306.

⁶ Zob. szerzej M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Poznań 1998, s. 16; P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 19.

⁷ Zob. szerzej A. Peszko, *Rada nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Wyd. Difin, Warszawa 2006, s. 14; A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009, s. 132.

⁸ S. Lachiewicz, *Rola i zasady funkcjonowania zarządu w strukturze władzy spółki akcyjnej*, [w:] J. Jeżak (red.), *Struktura i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 70–71; R. Milewski, *Współczesne systemy społeczno-gospodarcze*, [w:] idem (red.), *Podstawy ekonomii*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 2002, s. 62.

⁹ Rozdzielenie własności od kontroli spowodowało usunięcie wielu barier, które wcześniej pozwalały ograniczyć nadużycia w gospodarowaniu majątkiem oraz nadużycia władzy. W sytuacji, w której własność udziałów jest coraz bardziej rozproszona, władza, która wcześniej towarzyszyła własności staje się coraz bardziej skoncentrowana w rękach kilku osób (zarządzających). Por. Mr. Justice Brandies, dissenting, in *Louis K. Liggett Co. v. Lee*, 1933, podają za: P. O. Gaddis, *Corporate Accountability. For What and to Whom Must the Manager Answers?*, Happer & Row, New York 1964, s. 35.

¹⁰ A. A. Berle, G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, New York 1932.

Zdaniem A. Nogi „menedżerowie mają klucz do efektywności [...], ale nie muszą mieć wystarczającej motywacji do jego wykorzystania [...]”¹¹. Stąd uprzywilejowaną pozycję wśród grup interesów przedsiębiorstwa ma zarząd, w którego rękach skoncentrowane są najważniejsze decyzje. Dysponuje on informacjami nieosiągalnymi dla pozostałych grup interesów¹².

Proces profesjonalizacji zarządzania wpłynął w dużej mierze na funkcjonowanie współczesnych spółek kapitałowych. Znalazł on również odbicie w wybranych koncepcjach teoretycznych, określanych zwykle jako **koncepcje (teorie) menedżerskie**¹³.

B. Piasecki zauważa, że menedżerskie teorie przedsiębiorstw opierają się na trzech podstawowych tezach, które dotyczą¹⁴:

- rozdzielenia własności i kontroli;
- rozbieżności interesów pomiędzy właścicielami-akcjonariuszami i nie będącymi właścicielami, lecz kierującymi (kontrolującymi) przedsiębiorstwem menedżerskim;
- działania przedsiębiorstw w otoczeniu dającym ich menedżerom pewne „pole swobody”.

Wymienione tezy wyraźnie odróżniają teorie menedżerskie od teorii neoklasycznej. Znamiennym wydaje się również podejście do celu przedsiębiorstwa w ramach wymienionych teorii. W teoriach menedżerskich, w odróżnieniu od teorii neoklasycznej, maksymalizacji podlega nie zysk, a inaczej sformułowany cel przedsiębiorstwa.

Do najbardziej znanych w teorii modeli menedżerskich należą:

- model Baumola maksymalizacji przychodów ze sprzedaży¹⁵;
- model Marris’a maksymalizacji stopy wzrostu¹⁶;
- model Williamsona maksymalizacji funkcji użyteczności menedżerów¹⁷.

Prezentują one odmienne podejście do motywów, którymi kierują się zarządzający przedsiębiorstwem.

Model maksymalizacji sprzedaży Baumola jest najbliższy neoklasycznej teorii przedsiębiorstwa, a jego istota sprowadza się do założenia, że maksymalizacja wielkości sprzedaży przedsiębiorstwa jest bardziej korzystna od maksymalizacji zysku – zarówno dla menedżerów, pracowników i klientów, jak i instytu-

¹¹ A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw...*, s. 194.

¹² Por. P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 25.

¹³ R. Milewski, *Współczesne systemy...*, s. 62.

¹⁴ Zob. szerzej B. Piasecki, *Przedsiębiorczość i mała firma. Teoria i praktyka*, wyd. 2, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998, s. 50.

¹⁵ W. J. Baumol, *Business Behavior, Value and Growth*, Macmillan, New York 1959.

¹⁶ R. Marris, *A Model of the Managerial Enterprise*, „Quarterly Journal of Economics” 1963, vol. 77, no. 2.

¹⁷ O. E. Williamson, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1964.

cji oraz osób finansujących przedsiębiorstwo¹⁸. Menedżerowie zdają sobie sprawę, że w większych przedsiębiorstwach – w porównaniu do mniejszych jednostek – mogą liczyć na większe wynagrodzenia oraz towarzyszące im większe przywileje. Dlatego, aby zwiększyć swoje wynagrodzenia, menedżerowie dążą do zwiększenia sprzedaży, pamiętając jednak o pewnym minimalnym poziomie dochodu z kapitału, wymaganym przez akcjonariuszy (jeżeli dochody akcjonariuszy spadną poniżej tego poziomu, wówczas akcjonariusze będą dążyć do zmian w zarządzie)¹⁹.

W **koncepcji Marrisa** celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zrównoważonej stopy wzrostu przedsiębiorstwa²⁰. R. Marris zakłada, że powiększanie rozmiarów spółki jest najważniejszym celem menedżerów, przyjmując jednocześnie za miarę wzrostu łączną wartość aktywów jednostki. Z powiększaniem rozmiarów spółki mogą wiązać się również pewne zagrożenia, a mianowicie towarzyszy mu zwykle proces reinwestycji oraz konieczność pozyskiwania kapitału. Te działania powodują, że zmniejsza się stopa wypłacanej dywidendy oraz rośnie udział zobowiązań w sumie bilansowej jednostki, co w konsekwencji powoduje zmniejszenie rynkowej wartości udziałów spółki i zmniejszenie zdolności spółki do pozyskiwania dodatkowych źródeł finansowania. R. Marris założył, że biorąc pod uwagę wymienione czynniki, menedżerowie nie będą zainteresowani szybkim tempem wzrostu spółki, lecz swoje wysiłki skoncentrują na utrzymywaniu stosunkowo wysokiego poziomu tego tempa w dłuższym okresie, przy założeniu, że bieżąca stopa zysku nie spada poniżej pewnego bezpiecznego poziomu. W rezultacie R. Marris dochodzi do zrównoważonego modelu wzrostu spółki, zakładającego – w dłuższym okresie – stałość stopy reinwestycji, współczynnika płynności aktywów i współczynnika rynkowej oceny udziałów²¹.

Celem korporacji w **modelu Williamsona** jest maksymalizacja funkcji użyteczności menedżerów²². Funkcja ta zawiera takie zmienne, jak: wynagrodzenia,

¹⁸ Zob. szerzej A. Peszko, *Rada nadzorcza...*, s. 16.

¹⁹ T. Gruszecki, *Współczesne teorie...*, s. 181. Również badania empiryczne wskazują, że wysokość wynagrodzeń menedżerów jest silniej skorelowana z przyrostem przychodów ze sprzedaży niż z innymi wskaźnikami ekonomicznymi. Zob. P. Urbanek, *Wynagrodzenia menedżerów z perspektywy menedżerskiej i neoklasycznej teorii przedsiębiorstwa*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 312.

²⁰ R. Marris, *A Model of the Managerial...* Jak zauważa B. Piasecki, w koncepcji Marrisa wzrost definiowany jest jako ekspansja przedsiębiorstwa, mająca na celu: zwiększenie popytu na jego wyroby oraz zwiększenie jego zdolności produkcyjnej (kapitału). Por. B. Piasecki, *Przedsiębiorczość i mała firma...*, s. 52.

²¹ Zob. szerzej T. Gruszecki, *Współczesne teorie...*, s. 183–184; R. Milewski, *Podstawy teorii...*, s. 257.

²² O. E. Williamson, *Managerial Discretion and Business Behavior*, „American Economic Review” 1963, vol. 53, no. 5. Warto zaznaczyć, że O. E. Williamson otrzymał w 2009 r. Nagrodę Nobla za wybitne osiągnięcia z zakresu ekonomii, dotyczące „teorii rozwiązywania konfliktów korporacyjnych”.

świadczenia społeczne, władzę, prestiż, osiągnięcia zawodowe. Według O. E. Williamsona menedżerowie zwiększają wydatki, które zależą tylko od nich, a które wiążą się również z dodatkowymi gratyfikacjami²³. Są to przede wszystkim wydatki pracownicze oraz inwestycje uznaniowe, zwiększające prestiż menedżera, ale co ważne, nie zawsze uzasadnione przez wzrost zysku. Wzrost tego rodzaju wydatków jest odzwierciedleniem osiągniętej pozycji zawodowej²⁴.

Kluczowy problem kształtowania celów przedsiębiorstwa znacznie szerzej prezentowany jest w **behawioralnych teoriach przedsiębiorstwa**, wśród których najbardziej znany jest model Cyerta i Marcha²⁵. Proponowana przez nich koncepcja przedsiębiorstwa opiera się przede wszystkim na analizie procesu decyzyjnego, mającego miejsce w zdywersyfikowanych korporacjach działających w warunkach niepewności (na rynkach niedoskonałej konkurencji). Koncepcja ta podważa najważniejsze założenia teorii neoklasycznej: jednoosobowy właściciel i kierownik, jednoasortymentowa funkcja celu, racjonalne zachowanie przedsiębiorstw, działanie w warunkach pewności²⁶. „Przedsiębiorstwo jest postrzegane jako koalicja różnych grup powiązanych na wiele sposobów z jego działalnością. Teoria behawioralna wskazuje na występowanie w firmie podstawowej dychotomii. Z jednej strony mamy indywidualnych członków koalicji, z drugiej organizację – przedsiębiorstwo. Konsekwencją tej dychotomii jest konflikt interesów”²⁷, powodujący, że nie wiadomo, jaka wiązka celów będzie realizowana w przedsiębiorstwie²⁸. Menedżerowie oczekują np. wyższych zarobków, władzy, prestiżu, udziałowcy – wyższych zysków i rosnącego kapitału, pracownicy – dobrych zarobków i warunków pracy, akcjonariusze – wyższych dywidend, klienci – niższych cen i dobrej jakości produktów, dostawcy – gwarancji stałych kontraktów. Koncepcja ta zakłada więc istnienie dychotomii wewnątrz przedsiębiorstwa, które rozwija się napędzane przez dynamikę sprzecznych ze sobą wzajemnie celów²⁹. Faktycznie realizowany cel przedsiębiorstwa jest wypadkową różnych interesów³⁰.

Kontynuując wątek teorii alternatywnych do teorii neoklasycznej przedsiębiorstwa, należy wskazać grupę tych, które wyróżniają się w literaturze przed-

²³ *Ibidem*.

²⁴ P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 29. Można zauważyć, że zgodnie z teorią Williamsona przedsiębiorstwa zarządzane przez menedżerów realizują mniejsze zyski i generują wyższe koszty w porównaniu do przedsiębiorstw, w których nie doszło do rozdzielenia funkcji własności i zarządzania. Por. O. E. Williamson, *Managerial Discretion...*

²⁵ R. M. Cyert, J. G. March, *A Behavioral Theory...*

²⁶ Por. P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 30.

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw...*, s. 195.

²⁹ Zob. szerzej B. Piasecki, *Przedsiębiorczość i mała firma...*, s. 57; P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 30.

³⁰ H. A. Simon, *A Behavioral Model of Rational Choice*, „Quarterly Journal of Economics” 1995, vol. 69, no. 1.

miotu. Niewątpliwie należy do niej nurt teoretyczny, nazywany nową ekonomią instytucjonalną.

Nowa ekonomia instytucjonalna nie jest nurtem jednolitym. Do teorii mieszczących się w tym nurcie zalicza się: teorię kosztów transakcyjnych, teorię praw własności i **teorię agencji**³¹. Wspólną cechą tego kierunku badań, stanowiącą jednocześnie istotną zmianę w stosunku do nurtu neoklasycznego, jest to, że koncepcję przedsiębiorstwa jako funkcji produkcji rozszerzono o koncepcję przedsiębiorstwa jako struktury zarządzania³². Tym samym koszty produkcji zastąpiono kosztami zarządzania³³.

Zgodnie z wytycznymi nurtu nowej ekonomii instytucjonalnej przedsiębiorstwo to układ organizacyjny, a nie jednostka produkcyjna. Przedsiębiorstwo jest traktowane jako wiązka kontraktów i to właściwie wypracowane relacje kontraktowe zapewniają osiągnięcie stanów równowagi. Należy zauważyć, że w nurcie nowej ekonomii instytucjonalnej celem przedsiębiorstwa, tak jak w teorii neoklasycznej, pozostaje zysk, a odpowiednia organizacja przedsiębiorstwa powinna pozwalać na jego maksymalizację³⁴.

Z punktu widzenia tematu niniejszego opracowania szczególnie istotne są trzy teorie, tj. teoria agencji, teoria interesariuszy i teoria stewarda³⁵. **Teoria agencji** dotyczy konfliktów, które mogą się pojawić pomiędzy właścicielem kapitału (pryncypałem) a zarządzającym (agentem). Zakłada się w niej, że każda ze stron działa w swoim własnym interesie, a interesy te nie zawsze muszą być zbieżne.

W **teorii interesariuszy** zakłada się, że wpływ organizacji na społeczeństwo jest wszechobecny, w związku z tym powinny one być odpowiedzialne nie tylko wobec ich akcjonariuszy, ale również wobec innych grup interesów skupionych wokół organizacji. Zależność między interesariuszami jest przedstawiona jako swego rodzaju wymiana, gdzie poszczególne rodzaje grup interesów dostarczają do przedsiębiorstwa swoje „wkłady” i oczekują w zamian opłaty będącej satysfakcjonującą zachętą do współpracy z organizacją³⁶.

³¹ Por. M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Poznań 1998, s. 39; R. Coase, *The Nature of the Firm*, „Economica” 1937, vol. 4, podają za: P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 33.

³² O. E. Williamson, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 1998, s. 29–30.

³³ A. Peszko, *Nobel 2009 dla Olivera E. Williamsona*, „Przegląd Organizacji” 2009, nr 11, s. 3.

³⁴ Zob. szerzej P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 39.

³⁵ P. Urbanek zwraca uwagę, że teoria agencji wraz z teorią stewarda oraz teorią interesariuszy stanowią teoretyczne podstawy nadzoru korporacyjnego (pojęcie nadzoru korporacyjnego zostanie szczegółowo wyjaśnione w kolejnej części opracowania). Por. *ibidem*, s. 42.

³⁶ Por. H. Simon, *Models of Men*, John Wiley & Sons, New York 1957, podają za: D. Dobija, *Developments of Corporate Governance in Poland: Implications for Accounting*, [w:] I. Górowski (ed.), *General Accounting Theory. Evolution and Design for Efficiency*, Academic and Professional Press, WSiP SA Group, Warszawa 2008, s. 125.

Teoria stewarda przyjmuje założenie (w odróżnieniu od teorii agencji), że menedżerowie kierują się w swoim działaniu chęcią wykonania jak najlepiej swoich zadań i jednocześnie postępują w najlepszym interesie właścicieli³⁷.

Z wymienionych wyżej teorii szczególne znaczenie w niniejszym opracowaniu ma teoria agencji. Przedstawione w niej relacje zarządzających i właścicieli kapitału zdeterminowały rozwiązania współczesnego systemu nadzoru korporacyjnego.

1.1.2. Teoria agencji a relacje pomiędzy zarządzającym i właścicielem kapitału

Jedną z pierwszych publikacji dotyczących teorii agencji było opracowanie przygotowane w 1976 r. przez M. C. Jensena i W. H. Mecklinga. Autorzy ci zdefiniowali zależność występującą w teorii agencji jako „kontrakt, na mocy którego, jedna lub więcej osób (pryncypała) angażują inną osobę (agenta) do wykonania pewnych działań w ich imieniu. Działanie to wiąże się z delegowaniem pewnego zakresu samodzielności decyzyjnej na agenta. Jeżeli obie strony kontraktu będą maksymalizować swoją użyteczność, to wówczas należy założyć, że agent nie zawsze będzie działał w najlepszym interesie pryncypała”³⁸.

Istota teorii agencji opiera się na następujących założeniach³⁹:

- dążenia i cele pryncypała i agenta są w konflikcie, oraz
- weryfikowanie poczynań agenta jest trudne lub kosztowne dla pryncypała.

Istotnym problemem dotyczącym rozbieżności między pryncypałem a agentem, pojawiającym się ze szczególną siłą w teorii agencji, jest ich **stosunek do ryzyka**. Konflikt ten jest odzwierciedlony w tzw. problemie udziału w ryzyku (tj. podziału ryzyka między pryncypała i agenta). Menedżerowie oraz właściciele są zwolennikami różnych podejść do prowadzenia przedsiębiorstwa, które to podejścia odzwierciedlają ich stosunek do ryzyka⁴⁰. Akcjonariuszy cechuje stosunkowo duża skłonność do ryzyka, która związana jest z możliwością zdywersyfikowania portfela akcji. Menedżerowie natomiast charakteryzują się dużą awersją do ryzyka i wykazują skłonność do angażowania się w przedsięwzięcia, które minimalizują zagrożenie bankructwa⁴¹.

³⁷ Por. L. Donaldson, *The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory*, „Academy of Management Review” 1990, vol. 15, no. 3, s. 377.

³⁸ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm...*

³⁹ K. Eisenhardt, *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review” 1989, vol. 14, podają za: N. A. Shankman, *Reframing the Debate between Agency and Stakeholder Theories of the Firm*, „Journal of Business Ethics” 1999, vol. 5, s. 321.

⁴⁰ N. A. Shankman, *Reframing the Debate...*, s. 321.

⁴¹ S. R. Gray, A. A. Cannella Jr., *The Role of the Risk in Executive Compensation*, „Journal of Management” 1997, vol. 23, no. 4.

R. W. Masulis zwraca uwagę na następujące główne przyczyny konfliktów interesów pomiędzy akcjonariuszami a kierownictwem, wynikające z tego, że kierownictwo preferuje⁴²:

- większy poziom konsumpcji i mniejszą intensywność pracy;
- inwestycje mniej ryzykowne, zmniejszające prawdopodobieństwo bankructwa przedsiębiorstwa, które może negatywnie wpłynąć na jego prestiż zawodowy, bieżące i przyszłe wynagrodzenie;
- inwestycje o krótkim horyzoncie czasowym kosztem bardziej zyskowych przedsięwzięć inwestycyjnych długookresowych⁴³. Akcjonariusze zainteresowani są sytuacją przedsiębiorstwa w długim okresie, gdyż wartość akcji będących w ich posiadaniu determinowana jest m.in. przez oczekiwaną przyszłą rentowność przedsiębiorstwa. Menedżer natomiast musi rozliczyć się z efektów gospodarowania majątkiem w ramach śródrocznych raportów, dlatego bardziej zainteresowany jest rentownością spółki w krótkim okresie⁴⁴;
- minimalizowanie konieczności ograniczenia zatrudnienia.

Z opisanym problemem podziału ryzyka, o którym traktuje teoria agencji, wiąże się również kwestia dostępu akcjonariuszy do informacji o spółce⁴⁵. Błędne lub niepełne informacje mogą prowadzić do podjęcia nieracjonalnych decyzji. Problem ten nazywany jest w literaturze **asymetrią informacji** i w odniesieniu do przedsiębiorstw polega na tym, iż na skutek rozdzielenia własności od zarządzania właściciele nie mają bezpośredniego dostępu do informacji o spółce. Tym samym właściciele nie mają bezpośredniego wpływu na funkcjonowanie korporacji.

Podstawowym wyzwaniem w teorii agencji jest skonstruowanie mechanizmu nadzoru, który pomagałby rozwiązać problem agenta. W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę na dwa rozwiązania, które ma do wyboru pryncypał:

⁴² Zob. R. W. Masulis, *The Debt/Equity Choice*, Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988, s. 48, podają za: M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 1999, s. 111. W literaturze przedmiotu do zachowań zarządzających niezgodnych z interesem właścicieli zalicza się również: nieuczciwe przywłaszczenie sobie części majątku przedsiębiorstwa, niewłaściwe gospodarowanie środkami przedsiębiorstwa, uchylanie się od swoich obowiązków, działanie nie w pełni efektywne, dążenie do pozostania na swych stanowiskach, pomimo braku kompetencji i kwalifikacji. Zob. szerzej Cz. Mesjasz, *Kontrakty niekompletne jako podstawa teoretyczna nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 64–65; R. W. Masulis, *The Debt/Equity...*, s. 28, podają za: S. Lachiewicz, *Źródła i sfery konfliktów w relacjach zarząd – akcjonariusze i rada nadzorcza, w świetle teorii agencji*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary ...*, s. 87.

⁴³ Por. J. Solomon, *Corporate Governance and Accountability*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Chichester 2007, s. 15; D. Dobija, *Developments of Corporate...*, s. 124.

⁴⁴ Zob. szerzej K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Wyd. Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2003, s. 103–104.

⁴⁵ Zob. B. M. Oviat, *Agency and Transaction Cost Perspective on the Manager-Shareholder Relationship: Incentives for Congruent Interests*, „Academy of Management Review” 1988, vol. 13, no. 2 s. 214–215, podają za: P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 49.

– kontrakty opierające się na wynikach. Tego rodzaju kontrakt przybliży interesy agenta i pryncypała. Pryncypał może tak formułować warunki ekonomiczne kontraktu, by istniała korelacja między wynikami działania agenta i systemem bodźców. Jest to rozwiązanie polegające na „sterowaniu zorientowanym na wyjścia”⁴⁶;

– monitoring poczynań agenta. Monitoring ma służyć poprawie efektywności systemu informacji, wykorzystywanego przez zleceniodawcę w celu kontroli agenta dla wyeliminowania zjawiska asymetrii informacji. Ten wariant dotyczy „sterowania zorientowanego na wejścia”⁴⁷.

A. Peszko wskazuje, że „podstawowym mechanizmem regulującym stosunki kontrolującej rady i zarządu jest kontrakt, a poprawa efektywności systemu informacyjnego wspomaga tylko działania tego mechanizmu”⁴⁸. Trudno się z tym stwierdzeniem bezkrytycznie zgodzić. Nie można bowiem skonstruować kontraktu, który regulowałby wszelkie możliwe sytuacje. Im bardziej efektywny system informacyjny, tym większe prawdopodobieństwo, że rada spółki (reprezentująca właściciela) odpowiednio wcześniej zauważy niepokojące zjawiska. Zdaniem autora, konstrukcja kontraktu dopiero w połączeniu z efektywnym systemem informacyjnym pozwala na odpowiednie działanie mechanizmu nadzoru w przedsiębiorstwie.

Istotą mechanizmu kontraktowego jest porozumienie zawarte między pryncypałem i agentem, które określa sposób wykorzystania funduszy powierzonych przedsiębiorstwu oraz rozdysponowanie korzyści między właścicielami i menedżerów⁴⁹. Dominującą tendencją w zachowaniu stron kontraktu są postawy oportunistyczne. Skłania to uczestników do minimalizowania swojego wkładu i powoduje występowanie niepewności co do realizacji kontraktów. Z kolei redukcja niepewności wymaga monitoringu i pociąga za sobą koszty, określane jako **koszty agencji**. Obejmują one⁵⁰: koszty konstrukcji oraz egzekwowania kon-

⁴⁶ Por. M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm...*; P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 54; J. Solomon, *Corporate Governance...*, s. 18; M. Mojsiewicz, M. Zwolankowski, *Asymetria informacji uczestników rynku finansowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 1998, Folia Oeconomica Stetinesia, nr 4, s. 88.

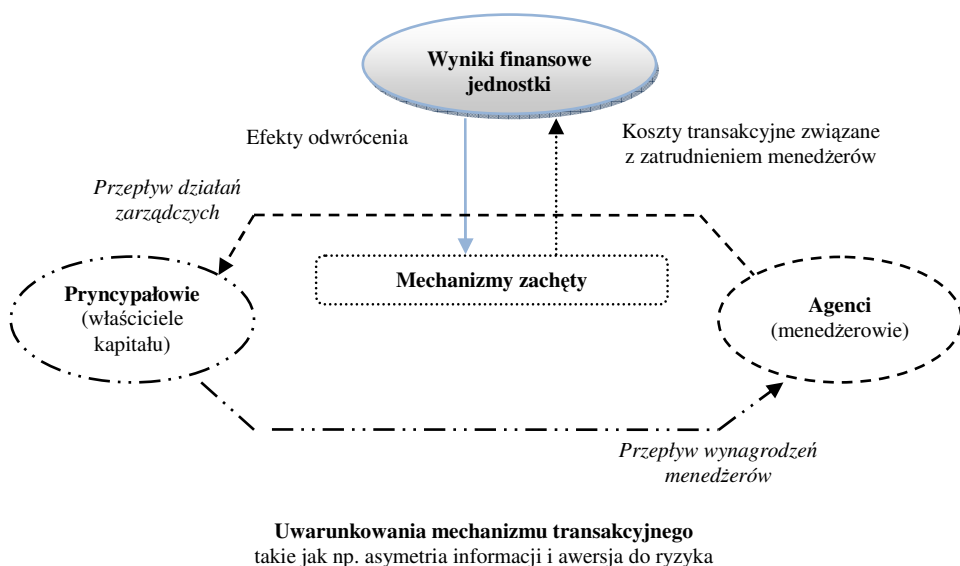
⁴⁷ Por. E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 301; P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny...*, s. 54; M. Mojsiewicz, M. Zwolankowski, *Asymetria informacji...*, s. 87.

⁴⁸ A. Peszko, *Rada nadzorcza...*, s. 31.

⁴⁹ A. Shleifer, R. W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, „The Journal of Finance” 1997, vol. 52, no. 2, s. 741.

⁵⁰ Por. M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm...*, s. 305–360; C. W. Hill, T. M. Jones, *Stakeholder-Agency Theory*, „Journal of Management Studies” 1992, vol. 29, podają za: J. Solomon, *Corporate Governance...*, s. 18; M. Aluchna, *Koszty agencji jako determinanta efektywności nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary...*, s. 79–80; J. W. Petty, A. J. Keown, D. F. Scott, J. D. Martin, *Basic Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1993, s. 366–367, podają za: M. Jerzemowska, *Kształtowanie struktury...*, s. 110.

traktu, koszty monitorowania menedżerów (związane głównie z kosztami badania sprawozdań finansowych oraz kosztami rewizji działań przedsiębiorstwa), koszty ubezpieczeń agenta oraz straty rezydualne, wynikające ze spadku dobrobytu pryncypała.



Rys. 1.1. Problem agencji

Źródło: H. Mathiesen, *The Managerial Agency Problem*, [w:] *The Encyclopedia about Corporate Governance*, www.encycogov.com/A0BigPicture/1CorpGovProblem/Exhi_1CorpGovProblem.asp, odsłona z 2 stycznia 2009 r.

A. Peszko podkreśla, że pozytywny wpływ na zmniejszenie kosztów agencji wywiera finansowanie działalności przez zwiększenie zadłużenia na rynkach finansowych, poszerza się bowiem w ten sposób więźka mechanizmów kontrolowania menedżerów⁵¹.

H. Mathiesen w odniesieniu do teorii agencji zwraca szczególną uwagę na koszty transakcyjne związane z zatrudnianiem menedżerów. Przykładami tychże

⁵¹ Zob. A. Peszko, *Rada nadzorcza...*, s. 33. M. Aluchna przyjmuje odmienną płaszczyznę klasyfikacji kosztów agencji. Wyróżnia ona dwa rodzaje konfliktów, które determinują koszty agencji. W pierwszy rodzaj konfliktu zaangażowany jest właściciel i menedżer, w drugi natomiast właściciel i kredytodawca. Autorka wyróżnia: koszty agencji dotyczące kapitału firmy oraz koszty agencji dotyczące „wolnej gotówki” (wynikające z konfliktu między właścicielem i menedżerem); koszty agencji dotyczące długu (wynikające z konfliktu między właścicielem i kredytodawcą). Zob. szerzej M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Wyd. Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2007, s. 45–53; idem, *Koszty agencji...*, s. 77–80.

kosztów są np.: dążenie do agresywnego wzrostu, nadmierna dywersyfikacja, nadmierne wydatki na cele konsumpcyjne (luksusowe samochody itp.), odrzucanie korzystnych połączeń, dążenie menedżerów do zajmowania za wszelką cenę swego stanowiska⁵² (por. rys. 1.1).

Wśród czynników kształtujących mechanizm transakcyjny można wyróżnić dwie ich grupy: dotyczące otoczenia, w którym zawierane są transakcje (tj. zjawisko asymetrii informacji, złożoność zarządzania, niepewność, specyfikę aktywów, chłonność rynku) oraz związane z zachowaniem (oportunizm, awersja do ryzyka, ograniczona racjonalność działania) uczestników kontraktu⁵³.

Uzależnienie wynagrodzeń menedżerów od wyników spółki może spowodować powstanie kolejnych kosztów agencji, na które narażony jest właściciel kapitału, a wynikających z tzw. efektu odwrócenia. Jego istota sprowadza się do tego, iż powiązanie wynagrodzeń menedżerów z wynikami spółki może w konsekwencji doprowadzić do manipulacji, takich jak „kreatywna” rachunkowość itp. Dodatkowo menedżerowie mają wpływ na kształt kontraktu, ponieważ wiedzą więcej na temat sytuacji w spółce i jej otoczeniu. Jest więc bardzo prawdopodobne, że dysponując pełnymi informacjami, będą zmieniać warunki kontraktu i kształtować je korzystnie dla siebie⁵⁴.

E. F. Brigham i J. F. Houston rozszerzają katalog mechanizmów (takich jak: udział we własności, system monitorowania osiągnięć, system wynagrodzeń) mających zachęcić menedżerów do efektywnego działania, zgodnego z interesem akcjonariuszy. Wśród tych mechanizmów wyróżniają oni m.in.⁵⁵: możliwość odwołania menedżerów, bezpośrednie interwencje akcjonariuszy.

W relacjach zarządzający – właściciel szczególnie ważną rolę pełnią **akcjonariusze instytucjonalni**. Mowa tu o takich jednostkach, jak np.: banki, otwarte fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe. Jak wskazuje P. Urbanek, oczekuje się, iż inwestorzy instytucjonalni będą pełnić rolę dominującego akcjonariusza, szczególnie zaangażowanego w proces nadzoru i reprezentującego interesy wszystkich pozostałych akcjonariuszy⁵⁶. Inwestorzy instytucjonalni w większości dysponują wykwalifikowaną kadrą, przygotowaną do oceny zarówno działań zarządzających, jak i potencjału, jaki posiada spółka. Inwestorzy ci mogą pośrednio oddziaływać na zarządzających poprzez wspieranie

⁵² H. Mathiesen, *The Managerial Agency Problem*, [w:] *The Encyclopedia about Corporate Governance*, www.encycogov.com/A0BigPicture/1CorpGovProblem/Exhi_1CorpGovProblem.asp, odsłona z 2 stycznia 2009 r.

⁵³ Zob. *ibidem*.

⁵⁴ R. Czarniawski, A. Rapacka, *Pomiędzy prawem a finansami. Poradnik członka rady nadzorczej spółki akcyjnej*, Wyd. Wolters Kluwer, Warszawa 2007, s. 264.

⁵⁵ Zob. E. F. Brigham, J. F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Thomson Learning, Belmont 2007, s. 21.

⁵⁶ Zob. szerzej P. Urbanek, *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2008, nr 1, s. 338.

*Dalsza część książki dostępna w wersji
pełnej.*

