

Część I.

1. *Path dependence*, proces konwergencji i inne teorie wyjaśniające korporacyjny model spółki akcyjnej

Justyna Dąbrowska

1. Uwagi wstępne

Celem artykułu jest zwrócenie uwagi na przyczyny istnienia różnych modeli nadzoru korporacyjnego w spółkach akcyjnych na świecie. Wskażę na zasadnicze cechy i odmienności modeli nadzoru korporacyjnego. W dalszej kolejności postaram się wykazać, że mimo globalizacji prawa spółek i procesu konwergencji pewnych rozwiązań *corporate governance*, modele korporacyjne wykazują tendencję *path dependency*, czyli zależności od wcześniej obranej ścieżki. Teoria ta zakłada, że bieg wydarzeń jest uzależniony od jego początkowego ukształtowania i mimo dostępności innych ścieżek rozwoju, wydarzenia inicjujące ścieżkę mogą prowadzić do ich zablokowania lub ukształtować jako trudne do obrania. Ewolucja modeli nadzoru korporacyjnego może być wyjaśniona także przy pomocy nowej ekonomii instytucjonalnej.

2. Teorie nadzoru korporacyjnego

Model nadzoru korporacyjnego to system zasad i instytucji określających relacje zachodzące przede wszystkim między organami a akcjonariuszami, a także interesariuszami spółki akcyjnej, służący zapewnieniu prawidłowego funkcjonowania korporacji. Kształt *corporate governance*¹ jest uwarunkowany

¹ Pojęcie *corporate governance* wprowadził w 1776 r. A. Smith; A. Smith, *The Wealth of Nations*, 1937.

w mniejszym lub większym stopniu czynnikami kulturowymi, prawnymi i instytucjonalnymi kształtującymi wzorce oddziaływania interesariuszy spółki na decyzje w niej podejmowane². Pojęcie *corporate governance* jako całość składa się więc z elementów o charakterze nie tylko prawnym, ale także ekonomicznym, psychologicznym i socjologicznym.

Istnieje wiele teorii odnoszących się do nadzoru korporacyjnego, które analizują strukturę i otoczenie korporacji z wielu perspektyw (m.in. teoria instytucjonalna, teoria stewarda i inne). Najistotniejsze znaczenie ma wśród nich oczywiście teoria agencji (*agency theory*)³. Punktem wyjścia dla jej sformułowania było zaobserwowanie charakterystycznej cechy korporacji, czyli rozdzielenia własności i kontroli. Choć samo zjawisko towarzyszy spółkom akcyjnym od samego początku, związanego co najmniej z powstaniem holenderskich i brytyjskich kompanii handlowych⁴, to teoria *separation of ownership and control* została sformułowana przez Adolpha A. Berle'a i Gardinera C. Meansa dopiero w 1932 r. w „The Modern Corporation and Private Property”⁵. Zakłada ona, że akcjonariusze jako ekonomiczni właściciele korporacji nie są bezpośrednio zainteresowani i zaangażowani w zarządzanie spółką ani sprawowanie kontroli, a swój interes w spółce akcyjnej prowadzają do adekwatnego zwrotu z inwestycji⁶. Rozdzielenie zarządzania od własności powoduje,

² Por. J. Weiner, J.C. Pape, A Taxonomy of Systems of Corporate Governance, Corporate Governance. An International Review 1999, vol. 7, s. 152–154, za: K.A. Lis, H. Sterniczuk, Nadzór korporacyjny, Kraków 2005, s. 36.

³ Por. M.C. Jensen, W. H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 1976, Nr 3, s. 305 i n.; E. Fama, Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy 1980, vol. 88, s. 288 i n. Zob. także: H. Hansmann, R. Kraakman, [w:] R. Kraakman, P. Davies, H. Hansmann, G. Hertig, K. Hopt, H. Kanda, E. Rock, The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach, Oxford 2004, s. 2 i n., s. 21 i n.; A. Shleifer, R. W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, Journal of Finance 1997, Nr 52, s. 740 i n. W polskiej doktrynie: M. Aluchna, Mechanizmy corporate governance w spółkach publicznych, Warszawa 2007, s. 36 i n.; eadem, Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa, Warszawa 2015, s. 58 i n.; A. Peszko, Rada nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem, Warszawa 2006, s. 29; D. Wajda, Obowiązek lojalności w spółkach handlowych, Warszawa 2009, s. 137 i n.

⁴ Zob. na temat genezy i rozwoju spółki akcyjnej M. Michalski, Geneza spółki akcyjnej w obrocie prawnym w Polsce oraz w prawie polskim do 1918 r., MPH 2017, Nr 2, s. 6 i n.; idem, Od I do IV Rewolucji Przemysłowej, Człowiek w Cyberprzestrzeni 2017, Nr 1, s. 4 i n. Choć wiele przemawia za tym, że prototyp spółki akcyjnej wykształcił się znacznie wcześniej – J. Dąbrowska, O początkach spółki akcyjnej, ZP 2019, Nr 4, s. 7 i n.

⁵ A. Berle, G.C. Means, The Modern Corporation and Private Property, Harcourt, Brace & World, Inc., New York 1968 (oryginał 1932).

⁶ A. Berle, G.C. Means, The Modern..., 1932, s. 3.

że akcjonariusze i menedżerowie korporacji identyfikują rozbieżne cele i cechuje ich odmienne podejście do ryzyka⁷. Powierzenie zarządzania osobom niebędącym ekonomicznymi właścicielami spółki wywołuje asymetrię informacyjną wyrażającą się w przewadze, jaką mają menedżerowie w dostępie do informacji o sprawach spółki oraz w ograniczonej zdolności akcjonariuszy do weryfikacji i oceny działań podejmowanych przez zarządzających⁸. Generuje także koszty zwane agencyjnymi (powierniczymi, *agency costs*)⁹.

Teoria rozdzielenia własności od kontroli powstała jako analiza rynku spółek publicznych w Stanach Zjednoczonych. Nie bez przyczyny. Tak dziś, jak i od początku kształtowania się struktur spółek akcyjnych i rynków giełdowych w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii dominuje rozproszona struktura własności, natomiast kontynentalna Europa jest strefą skoncentrowanej własności korporacyjnej.

3. Mechanizmy kontroli nad korporacjami

Różny poziom koncentracji własności determinuje odmienne mechanizmy kontroli nad korporacjami. W systemach rozproszonej własności adekwatnym typem jest system kontroli zewnętrznej, zwany otwartym (*outsider system*); w przypadku własności skoncentrowanej jest to system kontroli wewnętrznej, określane mianem zamkniętego (*insider system*). Drugim czynnikiem mającym wpływ na kształtowanie się systemu własności ma oczywiście rozwój systemu finansowego i system prawny danego kraju¹⁰.

System otwarty opiera się na zewnętrznym, rynkowym mechanizmie kontroli nad spółką, który bazuje na płynności rozwiniętego rynku kapitałowego, w szczególności przez tzw. głosowanie nogami i transakcje fuzji i przejęć. Kontrola zarządzających spółką, którzy podlegają presji rynku ma charakter po-

⁷ A. Berle, G.C. Means, *The Modern...*, s. 3, 6.

⁸ W tym szerszy problem kolektywnego działania (*collective action problem*) uzasadniony jednak racjonalną apatią drobnych akcjonariuszy (*rational apathy*). Zob.: K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Warszawa 2010, cz. I. roz. I, pkt I, Legalis.

⁹ M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, Nr 4, s. 305 i n.

¹⁰ M. Aluchna, *Własność...*, s. 92 i powołana tam literatura.

średni i zewnętrzny (rynek „talentów” menedżerskich oraz rynek towarów i usług)¹¹.

System zamknięty polega zaś na wewnętrznej, instytucjonalnej procedurze kontroli sprawowanej generalnie przez organy nadzorcze spółek, których członkowie powoływani są, co do zasady, przez akcjonariuszy. W systemie tym możliwe jest bezpośrednie kontrolowanie menedżerów. Charakteryzuje się on dużo większą koncentracją kapitału, także przez powiązania między korporacjami (osobowe i kapitałowe, m.in. krzyżowe posiadanie akcji, tożsamość członków organów zarządzających).

Warto podkreślić, że typ modelu nadzoru korporacyjnego nie sprowadza się jedynie do oparcia zarządzania spółką akcyjną na systemie monistycznym albo dualistycznym¹². Modele korporacyjne mają zdecydowanie bardziej złożony charakter. Dla ich naukowego usystematyzowania wyróżnia się cztery główne rodzaje systemów nadzoru korporacyjnego: anglosaski, germański, łańciński i japoński¹³.

W modelu anglosaskim (*anglo-saxon model*¹⁴), który poza Stanami Zjednoczonymi i Wielką Brytanią występuje także w Kanadzie, Nowej Zelandii i Australii, charakterystyczne jest rozproszenie akcjonariatu¹⁵ i silna pozycja rady dyrektorów (lub podobnego organu), zwłaszcza dyrektora zarządzającego. Typowy jest także otwarty mechanizm kontroli sprawowanej przez rynek kapitałowy (rynek fuzji i przejęć) na znacznie bardziej rozwiniętych rynkach giełdowych¹⁶ i brak bezpośredniego monitoringu kadry zarządzającej. Wynagrodzenie menedżerów powiązane jest z wynikami spółki lub wzrostem cen akcji. Metodą osiągnięcia tego celu jest często tzw. własność menedżerska, czyli łączące rozdzielenie własności od zarządzania wynagrodzenie oparte na udziale w zysku (*profit sharing*), w formie akcji lub opcji na akcje udzielanych w ramach planów motywacyjnych oraz akcjonariat pracowniczy.

¹¹ M. Aluchna, *Mechanizmy...*, s. 186, 189 i n.

¹² Dodatkowo, co stosunkowo niedawno udowodniły przeprowadzone badania empiryczne, żaden z modeli nie wykazuje większej efektywności niż drugi, ponadto oba mechanizmy podlegają procesowi wzajemnego zbliżania, o czym niżej.

¹³ J. Weiner, J.C. Pape, *A Taxonomy...*, s. 152 i n. W polskiej literaturze zob. J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Warszawa 2010, s. 166–178.

¹⁴ J. Weiner, J. C. Pape, *A Taxonomy...*, s. 152 i n.

¹⁵ Por. m.in.: dane opracowane przez S. Prowse'a, *Charakterystyka systemów nadzoru korporacyjnego (na przykładzie USA, W. Brytanii, Niemiec i Japonii)* [w:] I. Kołodkiewicz (oprac. i tłum.), *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Warszawa 1999, s. 71 i n.

¹⁶ Por. zwłaszcza dane S. Prowse'a, *Charakterystyka...*, s. 91.

Genezie rozproszenia własności w USA poświęcono nieco uwagi poniżej. Obecnie silny rozwój rynku kapitałowego w Stanach Zjednoczonych jest efektem regulacji prawnych ograniczających udział banków w strukturze własności spółek oraz niezwykle restrykcyjnym przepisom o ochronie inwestorów i wysokim standardom informacyjnym spółek¹⁷. Przyczyną relatywnie niskiej koncentracji kapitału w Stanach i Wielkiej Brytanii są także istotne koszty związane z zajmowaniem pozycji dużego i aktywnego akcjonariusza¹⁸.

Struktura własnościowa przedsiębiorstw doprowadziła do wypracowania w doktrynie amerykańskiej teorii upatrującej w spółce akcyjnej jedynie tzw. splotu kontraktów (*nexus of contracts*), uznającej ją zatem za obszar, w którym łączą się liczne występujące w spółce relacje umowne¹⁹. W konsekwencji neguje ona podmiotowość spółki akcyjnej jako bytu niezależnego od jej akcjonariuszy, kwestionując autonomiczny interes spółki (sprowadzając go do wypadkowej interesów akcjonariuszy – *shareholder primacy*) i obowiązek lojalności (*duty of loyalty*)²⁰.

W modelu germańskim, który przyjęty jest w Niemczech, Holandii, Szwajcarii, Szwecji, Austrii, Danii, Norwegii i Finlandii, charakterystyczna jest duża koncentracja kapitału, z większościowym akcjonariuszem²¹. Taki rozkład własności wynika z długoletniego braku restrykcji nakładanych na inwestorów posiadających duże pakiety akcji, a także typowego w tym systemie mechani-

¹⁷ M. Aluchna, *Własność...*, s. 893 i powołana tam literatura.

¹⁸ S. Prowse, *Charakterystyka...*, s. 78

¹⁹ M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm...*, s. 305; A.A. Alchian, H. Demsetz, *Production, Information, Costs, and Economic Organization*, *The American Economic Review*, 1972, vol. 62, Nr 5, s. 777 i n.; F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Mass: Harvard University Press, 1991, s. 12.

²⁰ Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm...*, s. 310–311; F.H. Easterbrook, D.R. Fischel, *The Corporate Contract*, *Colum. L. Rev.* 1989, vol. 89, s. 1426; H. Hansmann, R. Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 2001. Faculty Scholarship Series. 5061, https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6067&context=fsf_papers [dostęp: 15.9.2019 r.] pisząc: „There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value”; M.J. Roe, *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, *University of Pennsylvania Law Review* 2001, Vol. 149, Nr 6, s. 2063 i 2065 wskazując: „shareholder wealth maximization is usually accepted as the appropriate goal in American business circles”. Na temat sporu między *shareholder primacy* (rządy akcjonariuszy) a *management discretion* (niezależność zarządzających) zob. zwłaszcza W.T. Allen, *Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation*, 14 *CARDOZO Law Review* 1992, s. 261 i n.

²¹ Por. B. McDonnell, *Convergence in Corporate Governance—Possible, But Not Desirable*, 47 *Villanova Law Review* 2002, s. 345, http://scholarship.law.umn.edu/faculty_articles/167 [dostęp: 15.9.2019 r.].

zmu zwiększającego kontrolę nad spółką niezależnie od zaangażowania kapitałowego, jakim są akcje o różnych uprawnieniach (*dual class shares*)²². Jest także efektem udziału banków w strukturze własności spółek oraz regulacji pozwalających na udzielanie bankom pełnomocnictw do głosowania na walnych zgromadzeniach z deponowanych w bankach akcji (*proxy voting, Depositionstimmrecht*)²³.

Na niższy poziom rynku finansowego wpływa dominacja w gospodarce wpływowych rodzin, które kontrolują duże przedsiębiorstwa²⁴. Podobny efekt wywołuje zaangażowanie państwa wyrażające się dużym udziałem spółek Skarbu Państwa w gospodarce. Jak słusznie wskazuje się w doktrynie, system pozwalający na obecność dużych udziałowców zachęca do koncentracji kapitału i długów, stąd tak w Niemczech, jak i Japonii znaczącą rolę odgrywają inwestorzy instytucjonalni, także zagraniczni, zwłaszcza banki i instytucje finansowe²⁵.

Struktura akcjonariatu tych spółek wpływa na zupełnie inne nastawienie w prowadzonej działalności gospodarczej. Ten model zwany społecznym, odmiennie niż amerykański – ukierunkowany na powiększanie wartości spółki dla akcjonariuszy (*return for investors, shareholder value*) – skoncentrowany jest na trwałości istnienia spółki, jako że inwestorzy instytucjonalni są zainteresowani długookresowym rozwojem i zwiększaniem wartości przedsiębiorstwa (*stakeholder value maximization*) oraz cen akcji bardziej niż regularną wypłatą dywidend. Szerszej postrzegany jest także interes spółki jako wypadkowa interesów akcjonariuszy i wszystkich interesariuszy spółki, w tym pracowników,

²² Są to przede wszystkim akcje uprzywilejowane co do głosu (*multiple voting rights shares*), akcje nieme dywidendowe oraz bez rekompensaty z tytułu pozbawienia prawa głosu (*non voting preference shares i non voting shares*) i ograniczenia wykonywania prawa głosu (*voting caps*). Efekt ten wspomagają akcje o szczególnych uprawnieniach (*priority shares*), kwalifikowana większość przy podejmowaniu uchwał w określonych sprawach (*supermajority provisions*) oraz wymóg quorum a także *depository certificates* czyli np. zbywalne prawo do dywidendy, które funkcjonują m.in. w Holandii – por. T. Regucki, Mechanizmy zwiększające kontrolę (control enhancing mechanisms) w polskich spółkach akcyjnych. Analiza prawno-ekonomiczna, Warszawa 2018, Legalis.

²³ M. Aluchna, Własność..., s. 94 i powołana tam literatura. Zob. także J. Edwards, M. Nibler, Corporate Governance in Germany: The Influence of Banks and Large Equity-Holders, Cambridge 1992, s. 12, https://www.ifo.de/DocDL/ces_wp180.pdf [dostęp: 15.9.2019 r.] oraz *eidem*, Corporate governance in Germany: the role of banks and ownership concentration, Economic Policy 2000, Vol. 15, Issue 31, s. 238 i n., gdzie autorzy obalają tezę o istotności wpływu *proxy voting* i udziale kapitału bankowego w finansowaniu spółki na germański model korporacyjny.

²⁴ M. Aluchna, Własność..., s. 84 i cytowany tam M. Olson, The rise and decline of nations, Yale University Press, New Haven and London 1982, s. 36 i n.

²⁵ Por. S. Prowse, Charakterystyka..., s. 106; B. McDonnell, Convergence..., s. 345.

menedżerów i wierzycieli. Germański model korporacyjny pozostaje *stakeholder oriented*, czego podstawowym dowodem jest choćby silna pozycja związków pracowniczych, których przedstawiciele zasiadają w radach nadzorczych spółek (partycypacja pracownicza, dosłownie współdecydowanie, ang. *co-determination*, niem. *Mitbestimmung*). Ważną rolę pełni więc *corporate social responsibility* czyli społeczna odpowiedzialność korporacji. Tak zwane kolektywne wzorce współpracy sprzyjają koncentracji kapitału i budowaniu struktur grupowych²⁶.

W modelu tym dostrzega się rolę kapitału zakładowego jako instrumentu ochrony wierzycieli spółki, tymczasem w krajach *common law* nie przywiązuje się tak dużej wagi do tego, aby kapitał został pokryty już przed rejestracją spółki²⁷.

Inaczej kształtuje się polityka wynagrodzeń kadry menedżerskiej, która – w odróżnieniu od systemu anglosaskiego – nie zależała do niedawna praktycznie od efektów działalności zarządzających, m.in. ceny akcji czy wskaźnikami wzrostu sprzedaży czy dochodów.

System nadzoru korporacyjnego w tym modelu opiera się na działającej obok zarządu prowadzącego sprawy spółki silnej i z reguły liczącej wielu członków radzie nadzorczej zajmującej się sprawowaniem kontroli w spółce oraz działających w jej ramach komitetach wewnętrznych.

Mechanizmy kontroli zewnętrznej w warunkach mniej rozwiniętego rynku kapitałowego (w przeciwieństwie do modelu anglosaskiego) jako nieefektywne nie odgrywają znaczącej roli w tym modelu. Wskaźnik fuzji i przejęć, w tym wrogich przejęć w Europie i Japonii jest znacznie mniejszy niż w krajach anglosaskich²⁸. Przyczyną tego stanu rzeczy jest, poza rozmiarem i płynnością rynku, oczywiście struktura własności przedsiębiorstwa.

Wyjaśnienie niskiego poziomu mechanizmów kontroli zewnętrznej spółek w niektórych państwach systemu germańskiego może się wydawać jeszcze bardziej prozaiczne. W krajach rozwijających się, które jeszcze niedawno przechodziły transformację ustrojową, stosowne mechanizmy jeszcze nie miały szansy się wykształcić. Przede wszystkim jednak ustrój społecznej gospodarki (o czym nieco niżej) wspierając interesy pracowników i stabilność zatrudnie-

²⁶ M. Aluchna, *Własność...*, s. 89 i przywołana tam literatura.

²⁷ A. Szumański (red.), *Prawo spółek handlowych*. Tom 2B, System Prawa Handlowego, 2019, s. 39.

²⁸ S. Prowse, *Charakterystyka...*, s. 93–95; B. McDonnell, *Convergence...*, s. 345.

nia zniechęca do przeprowadzania procesów restrukturyzacyjnych i wiążących się z nimi masowych zwolnień, co z kolei sprzyja koncentracji własności²⁹.

Model ten funkcjonuje także w Polsce, która – podobnie jak inne kraje Europy Środkowo-Wschodniej – naznaczona jest piętnem poprzedniej rzeczywistości ustrojowej i gospodarczej. Mechanizmy ewolucji modelu korporacyjnego w spółkach akcyjnych, zahamowane wybuchem II wojny światowej, a następnie trwającym wiele lat po jej zakończeniu komunizmem, zaczęły odżywać dopiero po 1989 r. Polski model *corporate governance* powiela jednak wiele schematów działających w minionych warunkach społeczno-gospodarczych. Mowa tu zwłaszcza o dużym udziale w gospodarce spółek z udziałem Skarbu Państwa i swoistym „nadzorze właścicielskim”, jaki od lat sprawowany jest przez polskie rządy nad tymi podmiotami³⁰. Zarówno polski, jak i „młode” systemy korporacyjne innych państw, które przeszły podobne zmiany ustrojowe, różnią się od tych typowych dla dojrzałych gospodarek, ukształtowanych drogą nieprzerwanej ewolucji. Wskazuje się na pewne ich cechy wspólne, m.in. pozostawianie mechanizmów nadzorczych w rękach większościowego akcjonariusza i połączone z aktywnością akcjonariusza strategicznego osłabienie roli rady nadzorczej³¹.

Wyróżniany jest także model łańciski (ujmowany często jako element systemu germańskiego albo szerszego, kontynentalnego) który cechuje spółki we Francji, Włoszech, Hiszpanii i Belgii, w wielu aspektach przypomina model germański, jednak wyraźniej zaznaczone są uprawnienia akcjonariuszy. Spółki tego typu cechuje skupienie własności, a w istocie kontroli korporacyjnej, w rękach rodzin.

Odmiennością, która wykształciła się w modelu germańskim, a cechuje także model łańciski są oczywiście akcje uprzywilejowane oraz pełnomocnictwa głosowe. Znacznie mniej tego typu instrumentów występuje w spółkach brytyjskich czy amerykańskich, które opierają się na zasadzie jedna akcja – jeden głos, natomiast w krajach, w których dominuje system zamknięty, rozwiązanie to jest typowe. Praktyczne zastosowanie tego instrumentu widać wyraźnie na przykładzie spółek z udziałem państwa (m.in. w Polsce) czy kontrolowanych przez oligarchów lub wpływowe rodziny (m.in. w Szwecji, w której ten mechanizm kontroli and spółkami wykorzystuje znana rodzina *Wallenbergów*,

²⁹ M. Aluchna, *Własność...*, s. 82

³⁰ Zob. J. Dąbrowska, *Spółki Skarbu Państwa*, [w:] A. Kidyba (red.), *Szczególne formy spółek*, Warszawa 2017, zwłaszcza s. 498 i n.

³¹ M. Aluchna, *Własność...*, s. 217 i powołana tam literatura.

we Francji, Włoszech, w Rosji, Chinach i innych krajach azjatyckich). Tworzenie systemów piramidalnych oraz grup spółek jest zresztą cechą łączącą wszystkie modele łącznie określane mianem zamkniętych. To mechanizm zapewniający kontrolę korporacyjną niekoniecznie odpowiadającą kapitałowemu udziałowi w korporacji. Ich występowanie jest wynikiem chęci ograniczenia kosztów takiej kontroli w warunkach zwiększonych kosztów transakcyjnych systemu zamkniętego.

Ciekawym przykładem tego typu konglomeratów są *keiretsu*, które pojawiły się w Japonii w okresie tzw. cudu gospodarczego po II wojnie światowej, jako następcy przedwojennych *zaibatsu*, publicznych konglomeratów restrukturyzacyjnych. *Keiretsu* to nic innego jak grupy spółek o powiązaniach poziomych, a niekiedy także pionowych, skoncentrowane wokół banku, który uczestniczy w strukturze jako członek i udziela finansowania członkom grupy. Japoński model funkcjonował z powodzeniem wiele dziesiątków lat, zapobiegając m.in. wrogim przejęciom spółek wchodzących w skład *keiretsu*³². Obecnie ma charakter hybrydalny, łączący tradycyjne instrumenty dotychczasowego schematu i nowe, które są przejęte z modelu anglosaskiego³³. Charakterystyczny jest jednak nadal wysoki poziom krzyżujących się akcji i aktywna rola banków w monitorowaniu kadry zarządzającej – zarówno z poziomu kredytodawcy, jak i z pozycji akcjonariusza. System ten charakteryzuje wysoki stopień formalnych i nieformalnych porozumień zawieranych w ramach *keiretsu*. *Nota bene* regulacja bankowa miała i ma niebagatelny wpływ na rozwój wszystkich systemów nadzoru korporacyjnego, skoro struktura własnościowa zależy w dużym stopniu właśnie od zasad udzielania kredytów korporacjom.

Opisane modele nie oddają oczywiście specyfiki nadzoru korporacyjnego w każdym kraju. Ostateczny kształt konkretnego modelu wyznaczają m.in. dominująca w danym kraju koncepcja przedsiębiorstwa, zasady działania i struktura rad nadzorczych, wpływ biernych akcjonariuszy na procesy decyzyjne w spółce, znaczenie rynków giełdowych w danym kraju, obecność (albo nieobecność) zewnętrznego rynku kontroli przedsiębiorstw, struktura własności, zasady wynagradzania menedżerów i stopień powiązania wysokości wynagro-

³² Na temat *keiretsu* zob. J. Grabowiecki, Grupy kapitałowo-przemysłowe *keiretsu* w nowych uwarunkowaniach rozwojowych gospodarki Japonii. Przyczyny regresu, Białystok 2006.

³³ M. Aoki, G. Jackson, H. Miyajima (red.), Corporate Governance in Japan, Oxford University Press 2007, s. 427 za: K. Michalskim, Japonia – nadzór korporacyjny i finanse publiczne, Gospodarka w praktyce i teorii, 2012, Nr 1, s. 55.

dzenia menedżerów z wynikami spółki i horyzont czasowy powiązań ekonomicznych³⁴.

4. Konwergencja modeli nadzoru korporacyjnego

Modele korporacyjne ewoluują z biegiem czasu. Poszczególne kraje dopracowują albo wykształcają własne modele nadzoru korporacyjnego. Jednym z kierunków ewolucji jest konwergencja modelu zamkniętego do modelu otwartego.

O upodabnianiu się systemu skoncentrowanej własności do modelu nadzoru, który jest charakterystyczny dla rozporozszonego akcjonariatu, świadczy choćby, po pierwsze, sam fakt przyjęcia w modelach państw Europy kontynentalnej zasad *corporate governance*, które wywodzą się z systemu *common law*. To właśnie funkcjonowanie spółek akcyjnych w warunkach rozporozszonego akcjonariatu ujawniło liczne problemy związane z przekazaniem zarządzania i kontroli nad korporacją z rąk ekonomicznych właścicieli do profesjonalnych zarządzających³⁵. Znaczący wzrost uprawnień zarządzających korporacjami, zwłaszcza największymi spółkami kolejowymi, zauważono w USA w połowie XIX w.³⁶ *Corporate governance* stało się wówczas ważnym kierunkiem badań, zwłaszcza w kontekście masowego wykorzystania spółki akcyjnej, co związane było z rewolucją przemysłową i globalną zmianą paradygmatu prowadzenia działalności gospodarczej (zapotrzebowanie na większe przedsiębiorstwa, większy kapitał i uzyskanie społecznej akceptacji dla powszechnego posiadania dóbr inwestycyjnych³⁷).

Badania nad wypracowaniem najlepszego modelu *corporate governance* nadal trwają. Jest tak dlatego, że – mimo identyfikacji problemu – w praktyce nie sposób uniknąć nieprawidłowości w funkcjonowaniu przedsiębiorstw opartych na rozdzieleniu własności od zarządzania. *Corporate governance*

³⁴ J. Weiner, J.C. Pape, A Taxonomy..., s. 153.

³⁵ Już A. Smith pisał, że: „Ponieważ jednakże dyrektorzy takich kompanii zawiadują raczej cudzymi pieniędzmi niż własnymi, przeto nie można się spodziewać, aby dbali o te fundusze z taką samą starannością, z jaką troszczą się o własne fundusze wspólnicy w spółce prywatnej (...). Dlatego też sprawy takiej kompanii prowadzi się zawsze bardziej lub mniej niedbale i rozrzutnie”; A. Smith, Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów. t. 2, Warszawa 1954, s. 469.

³⁶ C.A. Dunlavy, Social Conceptions of the Corporation: Insights from the History of Shareholder Voting Rights, Washington and Lee Law Review 2006, vol. 64, Issue 4, s. 1353.

³⁷ M. Jerzemowska, Nadzór korporacyjny, Warszawa 2002, s. 12.

zyskuje na znaczeniu zwłaszcza po występujących co pewien czas kryzysach gospodarczych i finansowych. W wyniku refleksji nad przyczynami kryzysu naftowego z lat 70. XX w. (za co dziś obwinia się neoliberalną falę deregulacyjną) wypracowano podstawy współczesnych modeli nadzoru korporacyjnego. Niedostatki w obszarze nadzoru korporacyjnego, w szczególności nieprawidłowe systemy zarządzania ryzykiem i wynagradzania menedżerów, wymienia się wśród przyczyn kryzysu z lat 2007–2008, a wcześniej tzw. kryzysu azjatyckiego z lat 1997–1998³⁸ oraz głośnych afer finansowych (*Enron*, *World-Com* z 2001 r., której efektem było uchwalenie w 2002 r. przez Kongres ustawy *Sarbanesa-Oxleya* czy *Parmalat* z 2003 r.).

Niesłabnące zainteresowanie *corporate governance* w Europie ma jednak inne jeszcze podłoże. Spółki akcyjne krajów Europy kontynentalnej, które cechuje wysoki poziom skupienia własności, funkcjonują w zupełnie inny sposób. Powodem upowszechnienia się tej idei na starym kontynencie były przede wszystkim procesy prywatyzacji zapoczątkowanej w latach 70. XX w. oraz transformacja ustrojowa i gospodarcza w krajach postkomunistycznych. W spółkach o skoncentrowanej strukturze własności większego znaczenia niż łagodzenie *agency problems* między pryncypałami a agentami nabierają konflikty między akcjonariuszami większościowymi (strategicznymi, sprawującymi kontrolę w spółce) a mniejszościowymi (instytucjonalnymi lub indywidualnymi) oraz między spółką i jej akcjonariuszami a grupami interesariuszy (m.in. wierzycieli i pracowników), które realnie wpływają na kształt systemu nadzoru korporacyjnego w wielu państwach³⁹. Inny charakter ma wreszcie wspomniana wyżej asymetria informacyjna, która w spółkach systemu dualistycznego dotyczy nierównowagi informacyjnej między zarządem a radą nadzorczą, zaś w spółkach systemu monistycznego cechuje relacje między wykonawczymi a niewykonawczymi (niezarządzającymi) członkami rady dyrektorów (administrującej, ang. *board of directors*)⁴⁰.

Po drugie wdrożenie anglosaskich zasad *corporate governance* było elementem szerszego zjawiska recepcji *soft law* w europejskiej kontynentalnej kulturze prawnej. Ta z kolei była i jest konsekwencją zawodności tradycyjnej metody regulacji w kontekście szybkich przemian cywilizacyjnych. Zasady *corporate governance* – w większości o charakterze dobrych praktyk – cechuje wrażli-

³⁸ Por. M. Jerzemowska, *Nadzór...*, s. 19 i przywołana tam literatura.

³⁹ Por. K. Oplustil, *Instrumenty...*, Rozdz. I, pkt I, *Legalis*.

⁴⁰ A. Opalski, *Monistyczny i dualistyczny system organizacyjny spółki akcyjnej – ewolucja, problemy, perspektywy*, cz. I, *Pr. Sp.* 2005, Nr 11, s. 20; K. Oplustil, *Instrumenty...*, cz. I, Rozdz. I, pkt I, *Legalis*.

wość na aktualne przemiany gospodarcze i z tego powodu stają się one coraz istotniejszym instrumentem standaryzacji regulacyjnej działań korporacji gospodarczych. Widać to wyraźnie w analizie transakcji z rynku niemieckiego (zwłaszcza ofertę publiczną *Deutsche Telekom AG*, wrogie przejęcie *Manne-smann* przez *Vodafone* i połączenie transgraniczne *Daimler Benz AG* i *Chrysler Corp*) oraz zmianę podejścia spółek notowanych na giełdzie do koncepcji *shareholder value*, które zdają się podważać utrwalony paradygmat *Deutschland AG*⁴¹.

Po trzecie skutkiem postępującej globalizacji gospodarek i systemów finansowych na świecie jest naturalna w tych warunkach potrzeba prawnej harmonizacji nie tylko rozwiązań *corporate governance*, ale także innych instrumentów odnoszących się do szeroko pojętego prawa spółek, obejmującego prawne regulacje wielu aspektów funkcjonowania korporacji. Wzrost znaczenia przedsiębiorstw o charakterze ponadnarodowym wymusza prawną standaryzację rozwiązań, które powinny przybrać charakter modelowy. Najjaskrawiej widoczne jest to oczywiście w procesie harmonizacji przepisów w ramach Unii Europejskiej. Dowodem na konwergencję systemów jest także Japonia, której system do wczesnych lat 70. XX w. pozostawał niezmieniony. Model ten musiał jednak ewoluować, czego przykładem jest dopuszczenie do pozabankowego finansowania spółek wchodzących w skład *keiretsu*, które spowodowało rozluźnienie więzi spółek z bankami.

Po czwarte celowość modyfikowania i wdrażania nowych mechanizmów poprawiających jakość wzajemnych relacji w korporacji wynika także z konieczności dostosowania zasad *corporate governance* do sposobu prowadzenia działalności przez spółki akcyjne w nowym otoczeniu cywilizacyjnym. Rozwój technologii dalece zmienił oblicze współczesnej gospodarki. Pomijając zupełnie nowe sposoby pozyskiwania klientów, reklamy, sprzedaży i płatności, a także innowacyjne rozwiązania w zakresie produkcji, umożliwił on w szczególności powstanie i zarządzanie przedsiębiorstwem globalnym (tzw. globalizacja korporacyjna) i poszerzył udział tzw. korporacji transnarodowych w światowym handlu, inwestycjach i produkcji.

Z drugiej strony, jak dowodzą badania empiryczne, globalizacja nie przyczynia się do przyspieszenia procesu konwergencji systemów nadzoru korporacyjnego w oczekiwanym stopniu. Potężnie pomylili się zatem *H. Hansmann*

⁴¹ Zob. *M. Goergen, M.C. Manjon, L. Renneboog*, Is the German system of corporate governance converging towards the Anglo-American model?, *Journal of Management & Governance* 2008, Vol. 12, Issue 1, s. 37 i n.

oraz R. Kraakman, którzy w 2000 r. prognozowali rychłą unifikację prawa spółek na wzór modelu amerykańskiego⁴². Tymczasem 20 lat później proces konwergencji nie jest ukończony.

Co więcej w Stanach Zjednoczonych i w innych krajach obserwowane jest zjawisko tzw. odwrotnej konwergencji. Systemy nadzoru korporacyjnego oparte na rynku fuzji i przejęć wykazują pewne słabości: są znacznie bardziej wrażliwe na cykle koniunktury, recesje na rynku, afery finansowe, a także na różnego rodzaju działania polityczne i ustawodawcze⁴³. W USA, mimo scentralizowanego zarządzania, rada dyrektorów (*board of directors*) pełni rolę zarządu adekwatnego dla systemu dualistycznego, zaś tzw. niezależni dyrektorzy (*independent directors*) przyjmują funkcje rady nadzorczej.

Na skutek globalizacji rynków kapitałowych nastąpił także wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych, co widoczne jest wyraźnie także na rynku amerykańskim i brytyjskim⁴⁴. W Europie Środkowej i Wschodniej, w tym w Polsce, katalizatorem zmian w strukturze własnościowej i pojawienia się tej nowej kategorii uczestników przedsiębiorstw była oczywiście transformacja ustrojowa, procesy prywatyzacyjne i zaangażowanie kapitału zagranicznego⁴⁵.

Globalizacja przyczyniła się także do nasilenia niekorzystnych zjawisk o charakterze makroekonomicznym, w tym występowania kryzysów finansowych na skalę światową. Warunki te istotnie wpływają na kształt dzisiejszych modeli korporacyjnych spółek akcyjnych, które muszą odpowiadać na to globalne zagrożenie. Mimo tych czynników modele nadzoru korporacyjnego nie ewoluują ani w takim tempie, ani w kierunku, w jakim zakładano.

5. Path dependence

Wbrew postępującej globalizacji i długotrwałemu wdrażaniu metodą harmonizacji do różnych systemów prawnych anglosaskiego modelu korporacji, koncepcja nadzoru właściwa dla rozproszonego akcjonariatu i oparta o koncepcję wartości dla akcjonariuszy nie przyjęła się w krajach modelu wewnętrznego nadzoru. Pomimo kilku wrogich przejęć w Niemczech nadzór wewnętrzny uważany jest za rozwiązanie lepsze od zewnętrznej kontroli

⁴² H. Hansmann, R. Kraakman, *The End of History...*

⁴³ S. Prowse, *Charakterystyka...*, s. 121–122.

⁴⁴ M. Aluchna, *Własność...*, s. 33.

⁴⁵ Por. M. Jerzemowska, *Nadzór...*, s. 18.

rynku (podejście *hands-off*)⁴⁶. We Francji nadal przedsiębiorcy wybierają monistyczny system nadzoru nad spółką⁴⁷.

Mimo wszechogarniającej afirmacji otwartego systemu nadzoru korporacyjnego i przekonania, że zapewnia on lepsze wyniki w kontekście rozdzielania własności od zarządzania, okazało się, że nie ma empirycznych dowodów wspierających tę tezę⁴⁸. Obecnie wiadomo już, że żaden z modeli nie wykazuje istotnej przewagi nad drugim w trzech podstawowych sferach: efektywności, rozumianej jako skuteczne narzędzie walki z *agency problems* przy jednoczesnym osiąganiu zysków, sprawiedliwego i zrównoważonego rozwoju i uczestnictwa w podejmowaniu decyzji w spółce⁴⁹. Upadło zatem także – i tak wątpliwe z upływem lat – przekonanie, że pozostałe kraje dostosują swoje modele nadzoru korporacyjnego do standardu anglo-amerykańskiego.

Jedną z teorii wyjaśniających odmienności w budowie struktury właścicielskiej oraz zasad rządzących modelami korporacyjnymi spółki akcyjnej jest *path dependence*, czyli – w dosłownym tłumaczeniu – zależność od ścieżki⁵⁰. Punktem wyjścia tej socjologicznej teorii jest założenie *history matters*⁵¹, czyli przekonanie, że przeszłość wpływa na przyszłość. Koncepcja ta zakłada, że procesy odznaczające się zależnością ścieżkową są „wrażliwe na własną historię”, co oznacza, że rozwój wydarzeń jest uzależniony od ich dotychczasowego przebiegu⁵². Kluczowe znaczenie dla ukształtowania się ścieżki mają wydarzenia

⁴⁶ Zob. M. Goergen, M. C. Manjon, L. Renneboog, Is the German system...

⁴⁷ Mimo istniejącej alternatywy systemu dualistycznego. Zob. A. Szumański (red.), Prawo spółek handlowych. Tom 2B, System Prawa Handlowego, Warszawa 2019, s. 42.

⁴⁸ Równie silnie dowodzone jednak również przewagi modelu germańskiego – por. J. Edwards, M. Nibler, Corporate Governance in Germany: The Influence of Banks and Large Equity-Holders, Cambridge 1992, s. 1, https://www.ifo.de/DocDL/ces_wp180.pdf [dostęp: 9.9.2019 r.].

⁴⁹ B. McDonnell, Convergence..., s. 352

⁵⁰ Inne proponowane w literaturze tłumaczenia tego pojęcia to m.in.: ścieżki rozwojowe, samowarunkujące się ścieżki rozwoju, trajektorie rozwojowe, uzależnienie od dotychczasowej ścieżki rozwoju, zależność ścieżkowa, zależność od szlaku – zob. J. Dzionek-Kozłowska, Transformacja ustrojowa z perspektywy koncepcji path dependence, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Ekonomia 2009, Nr 74, s. 213 i podana tam literatura.

⁵¹ P. David, Path dependence: a fundamental concept for historical social science, Cliometrica 2007, vol. 1, Nr 2, s. 97–98; *idem*, Path dependence, its critics and the quest for 'historical economics', Working Paper, All Souls College, Oxford University, <http://www-econ.stanford.edu/faculty/workp/swp00011.html>, s. 4–7 [dostęp: 15.9.2019 r.]; M.J. Roe, Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States, Yale Law Journal 1993, vol. 102, issue 8, s. 1928 i n.; L.A. Bebchuk, M.J. Roe, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, Stanford Law Review 1999, Vol. 52, s. 127 i n.

⁵² J. Dzionek-Kozłowska, Rynek versus państwo w świetle dyskusji o path dependence, EiP 2010, tom VI, s. 88.