
Bożena Borkowska

**RECENZJA KSIĄŻKI: JONATHAN R. MACEY,
*CORPORATE GOVERNANCE: PROMISES KEPT,
PROMISES BROKEN*, PRINCETON UNIVERSITY
PRESS, PRINCETON AND OXFORD 2011, S. 334**

Corporate governance jest pojęciem odnoszonym do funkcjonowania spółek akcyjnych, w których oddzielenie własności od zarządzania stwarza menedżerom możliwość realizowania własnych interesów, odmiennych od celów właścicieli, i w związku z tym podnosi problem mechanizmów, za pomocą których możliwe jest ograniczenie swobody działań menedżerów.

W języku polskim corporate governance ma kilka tłumaczeń, takich jak: władza w firmie, ład korporacyjny, nadzór właścicielski, nadzór korporacyjny. Nietrudno zauważyć, że każdy z tych polskich odpowiedników akcentuje inny aspekt działania spółki akcyjnej (korporacji) i w konsekwencji trudno wskazać, który z nich oddaje istotę pojęcia corporate governance. Nie jest to jednak problem czysto językowy. W literaturze światowej, traktującej o corporate governance, można bowiem znaleźć wiele definicji tego terminu pokazujących, jak różne zagadnienia mieszczą się w analizie corporate governance. Należy sądzić, że z tych powodów J.R. Macey, wprowadzając czytelników w problematykę podjętą w recenzowanej książce, przytacza kilka definicji corporate governance, m.in. definicję przyjętą przez OECD, odnosi się do nich krytycznie, a następnie proponuje własne ujęcie i uzasadnia jego przydatność w analizowanych zagadnieniach.

Przez pojęcie corporate governance J.R. Macey proponuje rozumieć prawo, politykę, normy społeczne i kontrakty, które regulują i motywują zachowania w korporacji. Takie ujęcie corporate governance wpisuje recenzowaną publikację w nurt instytucjonalny (nową ekonomię instytucjonalną) podkreślający znaczenie instytucji rozumianych jako normy prawne, normy społeczne i mechanizmy ich egzekwowania w kształtowaniu corporate governance. Jedną z implikacji podejścia instytucjonalnego jest rezygnacja z tworzenia uniwersalnych opisów świata i skoncentrowanie uwagi na wyjaśnianiu zjawisk ekonomicznych w określonym kontekście społecznym. W publikacji Maceya ten kontekst tworzą regulacje prawne, normy społeczne i zwyczaje właściwe społeczeństwu amerykańskiemu, które zdaniem autora mają charakter osobliwy i w konsekwencji implikują osobliwe rozwiązania w zakresie corporate governance.

Analizując, w jaki sposób różne instytucje wpływają na sposób działania spółki akcyjnej, J.R. Macey stawia sobie za cel ustalenie, które instytucje tworzą „dobry” („efektywny”) system corporate governance, a które „zły” („nieefektywny”). Wyjaśnienie, co oznacza „dobry” i „zły” system corporate governance, „efektywne” i „nieefektywne” instytucje, znajdujemy w rozdziale 1 książki, w którym autor proponuje ocenę corporate governance z punktu widzenia zaufania, jakim akcjonariusze obdarzają menedżerów, wierząc, że zarządzający spółką dotrzymają obietnic złożonych inwestorom. J.R. Macey często powtarza, że „Corporate governance is about promises”, co w istocie jest równoważne z przyjmowanym w literaturze stwierdzeniem, że corporate governance traktuje o zbieżności działań menedżerów spółki z interesami akcjonariuszy. Wskazuje na to dalsza argumentacja tego autora, że obietnice dane akcjonariuszom mają istotne znaczenie dla gospodarki, ponieważ przekonanie, że zostaną zrealizowane, pobudza inwestycje w akcje firm, te zaś sprzyjają wzrostowi gospodarczemu. Z kolei brak zaufania inwestorów do zarządów spółek spowalnia inwestycje i wzrost gospodarczy, co powoduje wzrost bezrobocia.

Ostatecznie zatem J.R. Macey przyjmuje, że dobra (efektywna) struktura corporate governance to ta, która sprzyja realizacji obietnic danych akcjonariuszom, dowodzi jednak, że ich interesów nie zabezpieczy skutecznie prawo kontraktów, a w związku z tym istotne znaczenie mają normy społeczne oraz inne niż prawo kontraktów regulacje prawne. Instytucje te są przedmiotem rozważań w rozdziale 2, w którym J.R. Macey, koncentrując uwagę na anglosaskiej tradycji prawa, tzw. common law, podkreśla znaczenie norm społecznych w trzech aspektach. Po pierwsze – jako źródła prawa. Po drugie – jako czynnika wpływającego na działania osób. Po trzecie – jako instytucji, które wyłaniają się spontanicznie i regulują działania uczestników rynku bez potrzeby interwencji państwa. W zakończeniu tego rozdziału J.R. Macey zwraca uwagę na aktywność państwa w regulowaniu działania spółek akcyjnych. Koncentrując uwagę na rozwiązaniach w zakresie corporate governance w USA, autor twierdzi, że jest to sfera działalności bardzo upolityczniona i paradoksalnie często regulacje prawne, zamiast promować, blokują działanie instytucji sprzyjających kształtowaniu się efektywnych rozwiązań w zakresie corporate governance.

Uprawdopodobnieniu tej hipotezy J.R. Macey poświęca kolejne rozdziały pracy, począwszy od 3, a skończywszy na 15, w których omawia podstawowe instytucje tworzące corporate governance, do których zalicza: radę nadzorczą (dyrektorów), rynek kapitałowy, regulacje dotyczące sprawozdawczości finansowej i działania firm audytorskich, procedury sądowe, insider trading i krótką sprzedaż, whistle-blowing, głosowanie akcjonariuszy, reguły działania agencji ratingowych, aktywność funduszy hedgingowych, banków i innych stałych wierzycieli firmy. Lektura tych rozdziałów jest bardzo interesująca, ponieważ argumentacja autora jest wspierana licznymi studiami przypadków. Niekiedy dotyczą one historii powstania w USA niektórych instytucji tworzących corporate governance oraz ich zmian spowodowanych działaniami grup interesu. Innym razem J.R. Macey sięga po przykłady działania konkretnych przedsiębiorstw, agencji ratingowych czy Komisji Papierów Warto-

ściowych (Securities and Exchange Commission) jako świadectw służących uwiarygodnieniu hipotezy, że przechwycenie regulacji przez wąskie grupy interesu powoduje, iż krępowane jest działanie instytucji, które ograniczają oportunistyczne działania menedżerów spółek akcyjnych.

Jedną z takich instytucji, zdaniem J.R. Maceya najbardziej efektywną w strukturze corporate governance, jest rynkowy mechanizm kontroli korporacji (market for corporate control), który, historycznie rzecz ujmując, stał się obiektem intensywnej regulacji powodującej zanikanie wrogich przejęć jako mechanizmu dyscyplinującego menedżerów (rozdział 8). Publiczna oferta subskrypcyjna (rozdział 9) to zdaniem J.R. Maceya kolejna efektywna instytucja corporate governance, której działanie silnie ograniczają przepisy prawne, wspierające jednocześnie stosunkowo nieefektywną instytucję, jaką według autora jest rada dyrektorów. Instytucji tej J.R. Macey poświęca kilka rozdziałów.

W rozdziale 4 autor krytykuje stare, ale nietestowane założenie, że jakość corporate governance w spółkach publicznych może zostać poprawiona za pomocą zwiększenia liczby niezależnych dyrektorów. Natomiast w rozdziale 5 J.R. Macey prezentuje studia przypadków ilustrujące sytuacje „przechwycenia” rady przez menedżerów, także w spółkach, w których większość rady tworzyli niezależni dyrektorzy. Warto zauważyć, że Enron jest typowym, ale nie unikatowym przykładem takiej firmy.

Rozdział 6 jest poświęcony rozważaniom dotyczącym działania „superniezależnych” dyrektorów, określanych jako „dissident directors” (dyrektorzy o odmiennych zapatrywaniach). Są to dyrektorzy wybierani i nominowani przez fundusze hedgingowe i firmy private equity, a więc poza radą tradycyjnie zdominowaną przez menedżerów spółki. Powracając do tego zagadnienia w rozdziale 15, w którym J.R. Macey omawia działanie funduszy hedgingowych i firm private equity, autor twierdzi, że przedsiębiorstwa te są najlepszym źródłem dissident directors.

Do nieefektywnych instytucji tworzących corporate governance J.R. Macey zalicza także głosowania akcjonariuszy (rozdział 13) i w związku z tym krytycznie odnosi się do twierdzenia, że działanie spółek publicznych można usprawnić za pomocą poszerzenia uprawnień akcjonariuszy do wyrażenia opinii (głosowania) w sprawach istotnych dla działania spółki. Autor odrzuca punkt widzenia oparty na przekonaniu, że więcej znaczy lepiej, i twierdzi, że istotnym problemem jest nie tyle powiększenie uprawnień akcjonariuszy do głosowania, ile ich ograniczenie do sytuacji, w których korzyści z głosowania przewyższą związane z nim koszty.

W rozdziale 14 J.R. Macey analizuje znaczenie banków i innych podmiotów finansujących działalność przedsiębiorstw z punktu widzenia efektywności corporate governance. Ekspozując problem napięcia pomiędzy akcjonariuszami preferującymi inwestycje bardziej ryzykowne, o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu oraz pożyczkodawcami, którzy preferują bezpieczne inwestycje, zapewniające spłatę długu, J.R. Macey dochodzi do wniosku, że rola banków w działalności spółek publicznych nie prowadzi do efektywnych rozwiązań w zakresie corporate governance.

W rozdziale 12 J.R. Macey omawia kolejną, nieefektywną jego zdaniem, instytucję tworzącą corporate governance – whistler-blowing, a więc instytucję, która ma służyć ujawnianiu informacji o negatywnym znaczeniu z punktu widzenia spółki. W rozdziale tym przedstawiona została historia działań rządu zachęcających do stosowania tej praktyki, a także najbardziej znany przypadek whistler-blowing: Sherron Watkins i Enron. Interesująca jest także ta część rozdziału, w której autor porównuje whistler-blowing z insider trading, a z której wynika, że w prawie zwyczajowym (common law) insider trading było tolerowane, a więc menedżerowie i inne osoby zatrudnione w firmie mogły sprzedawać niepubliczne informacje dotyczące działania firmy dopóty, dopóki zakaz dotyczący tej kwestii nie został zapisany w kontrakcie. Wielostronne ujęcie problemów związanych z ujawnianiem informacji o działaniu przedsiębiorstwa prowadzi J.R. Maceya do wniosku, że omawiana instytucja jest nieefektywna, ponieważ osoby ujawniające informacje są niewiarygodne, a sprawdzenie ich prawdziwości jest bardzo kosztowne.

Kolejną kategorię instytucji, które zdaniem J.R. Maceya mają istotne znaczenie w kształtowaniu się corporate governance spółek publicznych, tworzą „formalne instytucje zewnętrzne”. Ich zawodność w rozwiązywaniu problemów powstających w związku z oddzieleniem własności od zarządzania jest przedmiotem rozważań w rozdziałach 7 i 11. Ogólnie wynika z nich, że: po pierwsze, New York Stock Exchange nie egzekwuje ustalonych przez siebie reguł dotyczących corporate governance; po drugie, ratingi sporządzane przez agencje ratingowe są nierzetelne i zmieniane z dużym opóźnieniem, co powoduje, że akcjonariusze tracą całość lub dużą część zainwestowanych środków; po trzecie, regulacje dotyczące działalności firm audytorskich, a szczególnie ustawa Sarbanes-Oxley wskazują, zdaniem J.R. Maceya, że wąskie grupy interesu mogą zdominować sferę polityki i przesądzić o rezultatach wyborów publicznych. Wydaje się, że ta konkluzja jest ściśle związana z uogólnieniem, które wyłania się z recenzowanej publikacji i może budzić kontrowersje, a mianowicie, że to ograniczenie, a nie poszerzenie państwowej regulacji sprzyja ukształtowaniu się efektywnych instytucji corporate governance, które skłaniają menedżerów spółek publicznych do dotrzymania obietnic danych akcjonariuszom.

Ze względu na szerokie ujęcie zagadnień związanych z kształtowaniem się corporate governance wykazanie w krótkiej recenzji wszystkich walorów książki J.R. Maceya okazuje się trudne. Mam nadzieję, że atuty te zostały na tyle jasno wyeksponowane, że recenzowana publikacja zainteresuje nie tylko ekonomistów specjalizujących się w problematyce corporate governance, ale także przedstawicieli ekonomii instytucjonalnej, prawa i historii gospodarczej.