

Magdalena Jerzemowska

Uniwersytet Gdański

INNOWACJE I ICH WPŁYW NA ROZWÓJ NADZORU KORPORACYJNEGO*

Streszczenie: Celem artykułu jest próba pokazania dualności wpływu innowacji na rozwój nadzoru korporacyjnego. Analiza przeprowadzona została na przykładzie baniek spekulacyjnych wywołanych przez manię tulipanową w XVII-wiecznej Holandii, South Sea Company (Anglia, 1720 r.) i Mississippi Company w 1720 r. we Francji. Starano się pokazać, że za dynamicznym rozwojem gospodarki, finansów i korporacji nie nadąża rozwój prawa oraz adekwatnych regulacji i infrastruktur rachunkowych, finansowych i nadzoru korporacyjnego, na co nakładają się również słabe lub mało skuteczne (nadal) sposoby zapobiegania korupcji i oszustwom na rynku i zwalczania ich. Innowacje prowadzą do doskonalenia systemu nadzoru korporacyjnego, którego struktury zmienione będą przez kolejne innowacje.

Słowa kluczowe: innowacje, nadzór korporacyjny, bańki spekulacyjne.

DOI: 10.15611/nof.2014.1.05

1. Wstęp

Nadzór korporacyjny to system ukierunkowywania i kontroli korporacji [Cadbury 1999, s.12-19], czyli specyficzny dla danego kraju układ czynników prawnych, instytucjonalnych i kulturowych określających wpływ poszczególnych grup interesariuszy na podejmowanie decyzji w spółkach (akcyjnych) [Weimer, Pape 1999]. Ujmuje on społeczny i systemowy kontekst działania spółek przy określonych warunkowaniach otoczenia społecznego i makroekonomicznego [Jeżak 2010, s. 121], stosując wewnętrzne i zewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego.

Ewolucję formacji społecznych implikuje postęp, którego zasadniczym źródłem są innowacje. Rozwój gospodarczy warunkowany jest przez innowacje ekonomiczne powstające wewnątrz systemu gospodarczego, będące rodzajem ważnych zaburzeń (dezorganizacji), wywołujących kompleksowe zmiany strukturalne i fluktuacje cykli gospodarczych [Schumpeter 1939, s. 83]. Nowości wprowadzane w gospodarce, mają zarówno dobre, jak i złe konsekwencje.

* Artykuł napisany w ramach grantu NCN nr 3593/B/HO3/2011/40.

W ostatnich latach podejmowane są próby pokazania wpływu innowacji i nowych technologii oraz ich szybkiego wdrażania na powstawanie baniek spekulacyjnych. Innowacje obarczone są niepewnością, wyniki ich stosowania są dopiero weryfikowane przez praktykę, należy też nauczyć się ich wykorzystywania. Bańki spekulacyjne powstające na skutek implementacji innowacyjnych rozwiązań są rozpoznawalne *ex post*, ale są nie do przewidzenia w perspektywie *ex ante* [Pastor, Veronesi 2009]. Ciekawym źródłem dla ich analizy są pierwsze wielkie skandale finansowe z XVII i XVIII wieku.

Wielkie odkrycia geograficzne zintensyfikowały konkurencję pomiędzy ówczesnymi mocarstwami i walkę o dominację w Nowym Świecie, inspirowały również rozwój innowacji, które w konsekwencji zapoczątkowały pierwszą rewolucję przemysłową [Jensen 1993].

Z biegiem dekad rozwój gospodarczy implikował obumieranie ustroju feudalnego, gdyż w najbardziej dynamicznie rozwijających się gospodarkach w coraz większym stopniu źródłami bogactwa stawały się handel, rzemiosło i rodząca się działalność przemysłowa [Day 2006]. Kupcy, dążąc do pomnażania bogactwa (chciwość), rozwijali nowe technologie, produkty i poszerzali kontakty handlowe, a także zawłaszczali ziemie w zdobywanych koloniach [Day 2004]. Chciwość, czyli żądza posiadania coraz większych zasobów i siły, przyczyniała się do rozwoju różnych form ekspansji prowadzących do transformacji – politycznej, finansowej, kulturowej i gospodarczej. Ważne znaczenie dla tych procesów miał rozwój parlamentaryzmu, który m.in. ograniczał władze suwerenów, wpływał na spowolnienie erozji pieniądza, a także przyspieszał rozwój nowej, kapitalistycznej formacji społecznej [Luiten van Zenden i in. 2011].

Najlepiej rozwinięte kraje ówczesnego świata, będące prawdziwie globalnymi mocarstwami, tworzyły nowoczesne systemy finansowe, systemy finansów publicznych, systemy bankowe z bankiem centralnym, wprowadzały innowacyjne instrumenty finansowe, stabilizowały wartość pieniądza, a także rozwijały rynki kapitałowe i korporacje [Rousseau 2002]. Do ważnych osiągnięć schyłku XXVII wieku należy zaliczyć między innymi rozwój prognozowania gospodarczego i próby dywersyfikacji ryzyka, jak też rozwój ubezpieczeń [Berstain 1997, s. 74].

Od XVI wieku zaczęto tworzyć przedsiębiorstwa (kompanie handlowe) w formie spółek akcyjnych [*Wielka encyklopedia powszechna* 1965, s. 759]. Genezę i rozwój tych podmiotów można wiązać z próbami dywersyfikacji ryzyka działalności oraz chciwością i zachłannością motywującymi ekspansję gospodarczą i inicjującymi warunki dla rozwoju gospodarki kapitalistycznej.

Zawłaszczanie zamorskich krajów spowodowało napływ kruszców i korzeni do Europy i wzrost zamożności osób zaangażowanych w obrót nimi. To z kolei umożliwiało przeznaczanie coraz większych zasobów na luksusową konsumpcję i inwestycje. Chętnie stosowano innowacje, które umożliwiały poszerzanie zakresu działania instrumentów służących pomnażaniu bogactwa oraz ograniczaniu ryzyka. Jednakże innowacje finansowe przyczyniły się również do rozwoju i pęknięcia baniek speku-

lacyjnych, a mianowicie manii tulipanowej w Republice Zjednoczonych Prowincji (dzisiejszej Holandii) w XVII wieku oraz skandali South Sea Company w Wielkiej Brytanii i Mississippi Company we Francji w 1720 r. Ich analiza w aspekcie współczesnych zdarzeń na rynkach kapitałowych pozwala zorientować się, że wszystkie kryzysy finansowe mają w zasadzie takie same przyczyny i konsekwencje, a mianowicie innowacje.

Wymienia się cztery główne obszary innowacji powstałych w XVIII wieku, a mianowicie finanse publiczne, w których dokonywano konwersji długu publicznego na kapitał akcyjny spółek, zmiany w handlu globalnym powodujące walkę o hegemonię w Nowym Świecie, pozyskiwanie umiejętności dywersyfikowania ryzyka oraz korzystanie z nadarżających się sposobności [Frehen i in. 2009]. Do innowacji finansowych XVIII wieku należy również zaliczyć powstanie inżynierii finansowej.

Celem artykułu jest próba pokazania, na podstawie analizy trzech wczesnych skandali finansowych, że innowacje finansowe przyczyniają się zarówno do destrukcji, jak i do rozwoju nadzoru korporacyjnego.

2. Tulipomania

Holandia, która od połowy XVI wieku przeżywała złoty wiek, stworzyła pierwszy nowoczesny system finansów publicznych, system bankowy z bankiem centralnym, czyli The Bank of Amsterdam (1609), oraz stabilną i mocną walutę. Ówczesny holenderski rynek kapitałowy był najlepiej rozwinięty w Europie, podobnie jak spółki akcyjne [Day 2007]. Republika Zjednoczonych Prowincji była nie tylko pionierem w zakresie obsługi długu publicznego, ale również bankierem innych krajów oraz rozwijającą się globalną potęgą handlową aktywnie uczestniczącą w odkrywaniu i podziale nowego świata [Rousseau 2002]. Holandia posiadała trzy skarby, a mianowicie potężną flotę, wielkie swobody oraz bogactwo tulipanów [Herbert 2003, s. 46; Jerzemowska 2012].

Sukcesy, jakie odnosiła gospodarka holenderska w „złotym okresie”, warunkowane były między innymi stosowaniem nowatorskich rozwiązań wspierających rozwój handlu i rzemiosła. Determinujące postępowanie inwestycje i innowacje były kosztowne i ryzykowne. W ówczesnej Holandii prawo regulowało transakcje (inwestycje) bezpieczne (tradycyjne), takie jak ubezpieczenia morskie, działalność bankowa czy zmonopolizowany handel na Bałtyku. Holendrzy już przed 1550 r. stosowali kontrakty terminowe na zboże (przed żniwami) i śledzie (przed połowem), których ceny zależały od stabilnych i przewidywalnych ich cech, czyli od ilości i jakości [Day 2004]. Natomiast pożądane innowacyjne inwestycje, takie jak kontrakty terminowe na cebulki tulipanów, nie były sankcjonowane przez prawo.

Tulipany przybyły do Republiki Zjednoczonych Prowincji z Imperium Otomańskiego w połowie XVI wieku [MacKay 1852, s. 59-65]. Około 1620 r. zapanowała w Europie moda na te kwiaty, czyniąc je bardzo pożądanym dobrem luksusowym oraz symbolem statusu społecznego.

Obrót akcjami i opcjami akcyjnymi na cebulki tulipanów nazywano „handlowaniem wiatrem”. Mimo że transakcji tych dokonywano na ryzyko i odpowiedzialność stron, rozwinął się skomplikowany rynek terminowych kontraktów tulipanowych [Day 2007]. Inwestowanie w cebulki tulipanów było bardzo ryzykowne, gdyż nie wiadomo, które z nich ulegną mutacji, jak piękny kwiat z nich wyrosnie i ile odróstów wytworzy. Często zdarzało się też, że zmutowane cebulki rodziły zwykłe kwiaty. Te niewytłumaczalne wówczas zmiany powodował występujący w glebie holenderskiej wirus (mozaikowy). Zakażone nim tulipany przybierały najróżniejsze wzory i kolorystykę. Popyt na te zmutowane cebulki (*breaks*) był ogromny i wkrótce najpiękniejsze z nich osiągać zaczęły niebotyczne ceny. Brak znajomości genetyki powodował, że uprawa tulipanów przekształciła się w rodzaj hazardu.

Stosowano dwojakie podejście do wyceny cebulek tulipanowych. Cebulki zwykłych tulipanów sprzedawano według specjalnie stworzonej, standaryzowanej wagi sumarycznej, wynoszącej 1000 azenów¹ (funt), którą mnożono przez cenę rynkową danych tulipanów. Natomiast rzadkie cebulki tulipanów (*piece goods*) wyceniano na podstawie ich jakości i unikatowości i sprzedawano na podstawie specjalnego kontraktu [MacKay 1852, s. 87]. Cena jednego azena cebulek rzadkich znacznie przewyższała cenę azena cebulek zwykłych². Ponieważ cebulka zasadzana jesienią ważyła znacznie więcej w momencie jej wykopania latem, w ciągu tych kilku miesięcy, nawet przy stałej cenie za jeden azen, wartość cebulki wzrastała od 300 do 500% [French 2006]. Zwiększający się popyt na tulipany i ciągły wzrost ich cen spowodowały, że pod koniec 1634 r. spekulanci zaczęli angażować się w te inwestycje [Garber 1990].

Do 1636 r. rozwinął się rynek kontraktów terminowych na tulipany, wprowadzono tulipanowe tabele o zmiennym kursie i premie opcyjne [French 2006]. Kwiaty te coraz częściej były sprzedawane na podstawie ogólnych informacji dotyczących cebulki [Day 2007]. Handel cebulkami między wrześniem a czerwcem odbywał się w na podstawie kontraktów *futures*. W miarę wzrostu popytu na te kwiaty rozwijał się spekulacyjny rynek kontraktów terminowych (*futures*) dla cebulek tulipanów rzadkich oraz umiarkowany dla cebulek tulipanów zwykłych [Garber 1990].

Kontrakty terminowe (weksle) dotyczyły tylko wartości azenów, a tulipany stały się abstrakcją, wymienianą na określoną sumę pieniędzy. Żadna ze stron nie oczekiwała rozliczenia, a jedynie opłacenia różnicy pomiędzy ceną kontraktu a ceną rozliczenia. Wartości kontraktów nie podlegały przeszacowaniu w odpowiedzi na fluktuacje cen na rynku, nie zmieniano też marży zysków. Ceną rozliczenia była ta, według której zawarto najwięcej kontraktów w dniu rozliczenia.

W okresie hazardu tulipanowego rynek tulipanowy funkcjonował poprawnie, uczestnicy transakcji mieli zaufanie do siebie i odnosili korzyści finansowe. Kon-

¹ 1 azen to 1/21 grama.

² Najniższa cena tulipanów stanowiła dwudziestokrotność rocznego wynagrodzenia wykwalifikowanego rzemieślnika.

trakty tworzyły opcje, które dawały właścicielowi prawo (nie obowiązek) nabycia danych cebulek po określonej z góry cenie, oferując zabezpieczenie przed wzrostem cen. Z kolei sprzedawcom (ogrodnikom) oferowały one zabezpieczenie przed spadkiem ceny [Thompson 2007]. Odmowa realizacji zobowiązań mogła skutkować wykluczeniem danego kupca z giełdy/gildii. Obawa przed utratą dobrej reputacji i chęć uzyskania zysków z handlu powodowały, że w większości przypadków honorowano zawarte kontrakty, a główną przyczyną ich łamania było bankructwo jednej z jego stron.

Rozwijająca się mania tulipanowa powodowała, że notariusze wyspecjalizowani w handlu tymi kwiatami nie byli w stanie sprostać potrzebom w zakresie sporządzania pisemnych kontraktów. Na skutek tego, szczególnie w tych aglomeracjach, w których giełd nie było, kontrakty tulipanowe zaczęto zawierać w tawernach, które stały się miejscem spotkań kolegiów, czyli grup handlarzy, którzy rzadko byli profesjonalnymi kupcami. Nabywcy byli zobligowani zapłacić sprzedającym 1/2 stuiver (1 stuiver = 1/20 guldena) za każdego guldena wartości kontraktu, maksymalnie 3 guldeny za każdą transakcję (*wine money*). Żadna ze stron kontraktu nie płaciła marży. Nie wiadomo, jakie daty dokonania transakcji przyjmowano w tych dokumentach i jak ustalano ceny rozliczenia [Day 2006]. Według Garbera [1990], prawdopodobnie stanowiła je cena, według której dokonywano najwięcej transakcji w dniu zapadalności kontraktu, czyli stosowano standardy obowiązujące na współczesnych rynkach papierów terminowych.

Wiele kontraktów na tulipany zawieranych w tawernach było najbardziej ryzykownymi kontraktami opcyjnymi, które nie były regulowane i zabezpieczane przez ówczesne prawo.

Na początku 1637 r. nieoczekiwanie ceny cebulek zwykłych dwudziestokrotnie wzrosły w porównaniu z cenami tych pojedynczo sprzedawanych, które powiększyły swą wartość tylko trzykrotnie (bańka). Bardzo wysokie ceny cebulek powodowały, że kupowano tulipany tylko w celu zyskowej ich odsprzedaży. Powoli zaczęto orientować się, że ich ceny są zbyt wysokie, co spowodowało pomniejszenie popytu na te kwiaty, gwałtowny spadek ich cen oraz powszechną panikę wśród handlujących nimi [Garber 1990]. W pierwszym tygodniu lutego 1637 r. rynek załamał się i pękła bańka spekulacyjna. Różnymi sposobami starano się ograniczyć zasięg kryzysu. Ostatecznie zawieszono rozliczenia zawartych kontraktów, które sędziowie uznali za nieetyczne i będące skutkiem hazardu, a ponieważ długi wynikające z hazardu nie były długami według prawa, odmawiali wszczęcia postępowań [Thompson 2007].

Rynek kontraktów, szczególnie tych zawartych przez kolegia w tawernach, ucierpiał przede wszystkim z powodu swoich słabości, a mianowicie braku kontroli zewnętrznej i wewnętrznej nad kontraktami, których charakter zachęcał do spekulacji. Na rynku tym działały osoby, które nie posiadały odpowiednich kapitałów, dokonywały zakupów wartych krocie, wykorzystując sytuację, że nie będą podlegały żadnym sankcjom za zerwanie kontraktu. Załamanie rynku wynikało również z braku mechanizmów rachunkowych i prawnych, które umożliwiałyby obsługę powstałego rynku kontraktów terminowych. Opcje i operacje hedgingowe były nowymi

i niezmiernie innowacyjnymi instrumentami finansowymi, podobnie jak czeki (*bills of exchange*) używane do pozyskania kredytu na przyszłe dostawy, wspomagającymi krajowy i zagraniczny handel. Holenderski rynek kapitałowy był dynamiczny, skomplikowany i najlepiej rozwinięty w świecie zachodnim, ale był rynkiem rozwijającym się. Rynek tulipanowych kontraktów terminowych był mechanizmem kreowania bogactwa dostarczającym bardzo pożądanego dobra i rozwijającym handel, transferując ryzyko do tych, którzy chcieli je ponieść, czyli profesjonalnych handlarzy (spekulantów), którzy z kolei finansowali ogrodników (sprzedawców) [Day 2007]. Po kryzysie rynek kapitałowy powrócił do funkcji racjonowania kapitału i hedgingowych, a okres handlowej dominacji Holandii nadal trwał.

3. South Sea Company

W Wielkiej Brytanii w okresie „nacionalizmu gospodarczego” obejmującego XVI i XVII wiek następował rozwój nowego systemu społeczno-gospodarczego. Ważną rolę w tym względzie odgrywał parlament, a także Royal Exchange w Londynie (1570), którą od 1688 r. obsługiwali profesjonaliści – *stock jobbers*. Rozwijający się rynek kapitałowy w pewnym sensie uspołeczniał bogactwo. Majątek przestawał być wyłącznie dobrem dziedzicznym, ale możliwym do zdobycia. Szczególnym jego źródłem stawały się inwestycje, które implikowały rozwój nowych instrumentów finansowych i prawnych. Istotną rolę odgrywać zaczęły spółki akcyjne, których do 1695 r. powstało ponad 100, a ich kapitał nominalny wynosił 4 miliony funtów (1/9 majątku osobistego ogółem)³. Akcje i obligacje zaczęto uważać za dobre substytuty pewnej i stabilnej renty uzyskiwanej z własności ziemskiej. Tworzenie nowoczesnego angielskiego systemu finansów można wiązać z formalnym oddzieleniem długów państwa od osobistych długów króla (1693 r.) oraz założeniem Banku Anglii (1694), który był spółką akcyjną, pierwszym nowoczesnym bankiem depozytowym, prowadzącym rachunki bieżące, handlującym kruszcami, emitującym banknoty. Bank Anglii otrzymał gwarancje, że będzie bankiem rządu i jedynym bankiem akcyjnym i emitentem papierowych pieniędzy w kraju.

Z powodu tych przywilejów Banku Anglii w 1711 r. utworzono spółkę handlową – South Sea Company, której zadaniem było stworzenie mechanizmu finansowania długów zaciągniętych na potrzeby wojen prowadzonych przez Anglię od końca XVII wieku. Długi te były zróżnicowane i bardzo kosztowne (7-9%), długookresowe, a ich warunki nie mogły być zmienione przez rząd. Oficjalnym celem kompanii był handel z koloniami hiszpańskimi w Ameryce Południowej (monopol na handel niewolnikami). W skład rady kompanii wchodził wicegubernator i 30 dyrektorów, a jej gubernatorem był panujący monarcha [Carswell 1960].

³ Angielska Kompania Wschodnioindyjska, najbardziej zasłużona dla rozwoju Anglii i Zjednoczonego Królestwa (1707 r.), powstała w 1660 r.

South Sea Company zainicjowała nowy rodzaj działalności finansowej, a mianowicie konwersję wysoko oprocentowanego, trudno zbywalnego zadłużenia na płynne papiery wartościowe Kompanii Mórz Południowych. W 1713 r. przejęła rządowe zadłużenie krótkoterminowe (obligacje) wartości 9,5 miliona funtów, zamieniając je na swoje nowo emitowane, płynne akcje, oraz dokonała konwersji krótkoterminowego długu publicznego (*annuitety* oprocentowane na 9%) na zadłużenie długoterminowe (*annuitety* oprocentowane na 5%). Wierzyciele, dokonując zamiany, subskrybowali akcje. Kompania ustalała cenę konwersji, która nie mogła wykazywać większych odchyśleń od ceny rynkowej. Jednakże z braku adekwatnej wiedzy nie ustalono relacji wymiany, co okazało się później poważnym błędem. Rząd przyznał Kompanii wieczystą rentę, którą miał wpłacać na jej rachunek w wysokości 6% kwoty przejętego zadłużenia, co zapewniało jej stały strumień dochodów. Płatności te pokrywane być miały z podatków nałożonych na towary przywożone z Ameryki Południowej.

Konwersja długów w roku 1713 zakończyła się dla South Sea Company sukcesem, gdyż połowa uprawnionych zamieniła dłużne papiery rządowe na jej płynne akcje. To refinansowanie pomniejszyło koszty obsługi długu, a także spowodowało dopływ płynnego kapitału na rynki. Dzięki sukcesowi, jaki odniosła refundacja, oraz umiejętnie podsycanym nadziejom na ogromne zyski z handlu z nowym światem cena akcji spółki rosła.

W 1717 i 1719 r. South Sea Company przejęła kolejne długi publiczne wartości odpowiednio 2 milionów i 1 miliona funtów, godząc się na obniżenie oprocentowania otrzymywanego od rządu do 5%⁴.

Zwiększało się zadowolenie z rezultatów tych transakcji – dług państwa został pomniejszony, ceny akcji kompanii wzrosły i odnotowała ona zyski. Sukces ten zainspirował kierownictwo South Sea Company do przejęcia całości długów publicznych, które w 1719 r. wynosiły 50 milionów funtów, z których 18,3 mln funtów (37%) przypadało na trzy duże spółki, a mianowicie Bank Anglii (3,4 mln funtów), Brytyjską Kompanię Wschodnioindyjską (3,2 mln funtów) i South Sea Company (11,7 mln funtów), długi prywatne podlegające wykupowi stanowiły 16,5 mln funtów (33%), a niepodlegające wykupowi *annuitety* długoterminowe (72-87 lat) o sztywnych płatnościach i *annuitety* krótkoterminowe podlegające wykupowi po 22 latach wynosiły 15 mln funtów (30%).

Pod koniec 1719 r. South Sea Company przedstawiła rządowi, wzorowany na francuskim systemie Johna Lawa, plan przejęcia długów o wartości 30,981,712 funtów. Do 1727 r. jego oprocentowanie wynosiłoby 5%, a potem obniżone zostałoby do 4%. W sumie kompania deklarowała przejęcie 85% papierów dłużnych podlegających wykupowi oraz 80% tych, które wykupowi nie podlegały.

Bank Anglii zaniepokojony sukcesami i wzrostem znaczenia South Sea Company złożył konkurencyjną propozycję. W odpowiedzi na nią Kompania Mórz Połu-

⁴ W tym czasie wydatki rządu kształtowały się na poziomie 64,4 mln funtów.

dniowych zliberalizowała warunki przejęcia długu, zgodziła się na jego odkupienie nie po siedmiu, ale po czterech latach, a także zainwestowała 7,5 miliona funtów w pozyskanie przychylności członków rządu i parlamentu, co znacznie pomniejszyło płynność spółki [Dale 2004, s. 46-54].

Ceny akcji kompanii sukcesywnie wzrastały, czyniąc konwersję lukratywną dla właścicieli rent rocznych. Wartość nominalna akcji kompanii ustalona została na 100 funtów. Umowa refundacji określała, że za każde 100 funtów zadłużenia długoterminowego South Sea Company mogła wyemitować akcje o wartości nominalnej 2000 funtów, czyli 20 akcji po cenie nominalnej 100 funtów za sztukę. Akcje mogły być wymienione na *annuitety* lub sprzedane. Każde 100 funtów przejmowanego zadłużenia krótkoterminowego powiększało wartość spółki o 1400 funtów, reprezentujących 14 akcji. Rząd określał liczbę akcji, które spółka mogła wyemitować, ale nie ustalił wskaźnika ich wymiany, co powodowało gwałtowny wzrost cen akcji kompanii (bańkę spekulacyjną), a to początkowo przysparzało korzyści. Nadwyżki finansowe z refinansowania długów mogły być inwestowane na rynku kapitałowym, w handlu lub przemyśle, przyczyniając się do zwiększenia tempa rozwoju kraju [Day 2007].

Oponenti polityczni konwersji twierdzili, że South Sea Company sztucznie podwyższa ceny akcji, obiecuje dywidendy, których nie będzie w stanie zapłacić, oraz wyimaginowane bogactwa. Obawiali się, że jeśli plan się powiedzie, to spółka ta przejmie kontrolę nad rządem, natomiast jeśli kompania zbankrutuje, to pociągnie za sobą cały kraj. Bogacący się inwestorzy nie podzielali tych obaw.

2 lutego 1720 r. propozycja Kompanii Mórz Południowych została zaakceptowana przez parlament, indukując ogromny popyt na jej akcje, potęgowany specjalnie rozsiewanymi nieprawdziwymi informacjami o ogromnych zyskach generowanych z handlu z nowym światem. Rozgłaszano także, że inwestorami kompani są wybitne i prominentne osobistości, co miało zachęcać nowych inwestorów do dołączenia do ekskluzywnego grona właścicieli kompanii. W rzeczywistości prominentów obdarowywano akcjami, które mieli prawo odsprzedać spółce w dogodnym dla siebie momencie. Kompania wykorzystywała ich nazwiska i status w celu uwiarygodnienia swojej pozycji oraz wzrostu rangi i znaczenia. Inwestowanie stało się rodzajem hazardu głównie za sprawą loterii, które rozwijały się na taką skalę, że wkrótce stały się elementem finansów publicznych [Janeway 2012]. W styczniu 1720 r. cena akcji spółki wynosiła 128 funtów, w lutym 175, 330 w marcu, pod koniec maja doszła do 550, by w sierpniu osiągnąć poziom 1000 funtów [South Sea Bubble Short History 2010]. Oceny dotyczące kondycji finansowej spółki wspierał również kredyt w kwocie 70 milionów funtów, który parlament przyznał South Sea Company na ekspansję handlową. Jednakże ten wielki wzrost ceny akcji przyhamował manię ich zakupów, co z kolei przełożyło się na obniżenie ich kursu, który pod koniec roku obniżył się do 100 funtów, powodując bankructwo tysięcy osób, z których wiele na ich zakup zaciągnęło pożyczki lub sprzedało swoje posiadłości.

W celu ratowania sytuacji dyrektorzy South Sea Company nakazali skupowanie akcji oraz udzielanie inwestorom dużych pożyczek na ich zakup. Subskrybentom obniżono marżę (o 1/8), a płatności wymagalne stawały się dopiero po kilku latach (finansowane przez zwiększenie cen akcji), zapowiadając 30-procentową dywidendę na Boże Narodzenie i gwarantując dywidendę w wysokości 50% ceny nominalnej w ciągu następnych 12 lat.

Do trudności finansowych South Sea Company przyczyniły się również czynniki makroekonomiczne. W Londynie rozpoczął się kryzys kredytowy, który utrudnił inwestorom zdobycie pieniędzy na inwestycje. Powodowany był on trudną sytuacją Kompanii Missisipi, której sukcesy były wzorem dla opracowania koncepcji konwersji. Nie tylko środki finansowe z Paryża i Amsterdamu przestały napływać na giełdę londyńską, przyczyniając się do dalszego pomniejszenia popytu i cen akcji spółek, ale na skutek polityki Giełdy w Amsterdamie złoto inwestorów zagranicznych oraz angielskich zaczęło odpływać do Holandii.

9 czerwca 1720 r. parlament wydał „Bubble Act”, który zdelegalizował spółki, które nie miały pozwolenia na działalność (*bubble companies*). Dokument ten i jego konsekwencje prawne nie pomogły sanacji sytuacji finansowej kompanii, a jego długookresowym efektem było ograniczenie brytyjskiej przedsiębiorczości aż do jego zniesienia w 1840 r.

Synergia niekorzystnych czynników wewnętrznych i zewnętrznych powodowała, że kompania zaczęła szybko tracić płynność finansową, pod koniec września cena akcji obniżyła się do 150 funtów, powodując pęknięcie banki spekulacyjnej. Dyrektorzy spółki uciekli na kontynent, a jej rywale, Bank Anglii i Kompania Wschodnioindyjska, zakończyli system konwersji i ustabilizowali system finansowy. Parlament wszczął śledztwo, które ujawniło (raport z 1721 r.) korupcję i oszustwa dokonywane przez dyrektorów kompanii i członków parlamentu [MacKay 1852, s. 71-84]. Dygnitarze, którym udowodniono korupcję, okryli się hańbą i popadli w niełaskę, a niektórzy z nich zostali uwięzieni. Posiadłości osób zamieszanych w oszustwa zostały skonfiskowane i przeznaczone na kompensatę strat poniesionych przez inwestorów South Sea Company. W konsekwencji pęknięcia banki spekulacyjnej Anglia pogrążyła się w depresji na kilka lat.

4. Kompania Missisipi

Król Ludwik XIV pozostawił finanse Francji na skraju bankructwa⁵. Długi państwa stanowiły 1000% rocznych dochodów budżetu, a utrzymanie dworu pochłaniało 10% rocznych dochodów państwa. Książę Filip Orleański, który został regentem Francji, w 1715 r. powierzył sanację finansów publicznych Szkotowi Johnowi Law

⁵ Dług publiczny wynosił 3000 mln liwrow, roczne przychody królestwa 145 mln liwrow, a wydatki rządu 142 mln liwrow; na spłatę odsetek pozostawiało 3 mln liwrow [MacKay 1852, s. 9-10].

[Jerzemowska 2012], proponującemu utworzenie banku zarządzającego dochodami królewskimi, emitującego banknoty papierowe zabezpieczone tymi dochodami oraz ziemią. Bank byłby administrowany w imieniu króla i podlegałby kontroli Stanów Generalnych. Długi państwowe miały zostać sfinansowane przez *private equity* [Day 2006]. Zaproponowana koncepcja konwersji długu państwowego na akcje spółki w ówczesnych czasach stanowiła nowatorską technologię finansową [Frehen i in. 2009]. Regent zaakceptował odważne i bardzo nowatorskie plany Johna Lawa, które wyprzedzały o trzy stulecia czasu, w których żył.

Można wyróżnić cztery etapy implementacji systemu Lawa [Velde 2004]. Pierwszy z nich obejmuje lata 1716-1718. W czerwcu 1716 r. John Law, na mocy edyktu królewskiego, stworzył Banque Générale Privée, który miał prawo emisji banknotów, akceptowanych przy opłacaniu podatków [MacKay 1852, s. 11]. Bank ten był spółką prywatną o kapitale 6 mln liwrow uzyskanych ze sprzedaży 12 000 akcji po 500 liwrow za sztukę, nabywanych w jednej czwartej za pieniądze kruszcowe (1,5 mln), a w pozostałej części, wynoszącej 4,5 mln liwrow, za państwowe papiery dłużne [Day 2004]. Sukcesy finansowe odnoszone przez system Lawa sprawiły, że Regent nabrał przekonania, że pieniądz papierowy może zastąpić pieniądz kruszcowy. Velde zwraca uwagę, że po raz pierwszy w rękach króla znalazła się maszyna do drukowania pieniędzy [Velde 2004].

Następnym posunięciem Johna Lawa było utworzenie spółki, której celem była monopolizacja handlu i działalności gospodarczej w koloniach, które według niego powinny być źródłem bogactwa dla Francji i stymulować jej rozwój. W sierpniu 1717 r. John Law kupił Kompanię Missisipi (1684), mającą monopol na handel w dorzeczu rzeki Missisipi i na terenie Luizjany, a także na handel skórami bobrowymi w Kanadzie. Jej kapitał pochodził z emisji 200 tysięcy akcji po 500 liwrow za sztukę. Można było opłacać je papierami dłużnymi Ludwika XIV według ich wartości nominalnej, mimo że ich wartość rynkowa była niższa (160 liwrow). Spółka konwertowała dług na długookresowe renty lub akcje. W konsekwencji tego rząd płacił mniejsze odsetki (podobnie jak w przypadku South Sea Company), a inwestorzy zyskiwali ochronę, stając się właścicielami papierów wartościowych dobrze prosperującej spółki prywatnej, a nie coraz bardziej ryzykownych papierów dłużnych rządu. Środki finansowe pozyskiwane z emisji akcji kompanii (wpłaty i dług państwowy) były kapitalizowane przez Banque Generale i Kompanię Missisipi. Tym sposobem spieniężony dług państwowy stawał się ekwiwalentem efektywnie wykorzystywanej gotówki inwestycyjnej, a nie tylko źródłem *annuitetów*. Spółka powiększyła zakres swojej działalności komercyjnej (więcej [Velde 2004]), pozyskując w 1718 r. monopol na handel tytoniem i na handel z Afryką. W maju 1719 r. przejęła Francuską Kompanię Wschodnioindyjską (utworzoną przez Colberta w 1664 r.) i Kompanię Chińską, przejmując ich wszelkie uprawnienia i monopol na handel z Indiami Wschodnimi, Chinami i Morzami Południowymi, a zatem zgodnie z zamierzeniami Johna Lawa przejęła cały francuski handel (zyski) z koloniami [Garber 1990].

Korzyści wynikające z działalności Banku Generale zostały docenione przez inwestorów i szal spekulacji zaczął ogarniać kraj. W tym czasie bank był własnością Lawa, a jego emisje nie były duże (nie przekroczyły 60 mln liwów) i były zabezpieczone, a za 18 miesięcy akcjonariusze otrzymali zwrot w wysokości 64%.

W styczniu 1719 r. Banque General został przejęty, zmieniając nazwę na Banque Royale. Książę Orleański w imieniu króla kupił wszystkie akcje banku za gotówkę po 5000 liwów za sztukę [Velde 2004]. John Law nadal zarządzał kontrolującym finanse państwa Banque Royale, którego emisje uzyskały gwarancje korony, otrzymał prawo emisji monet i poboru podatków [Day 2004]. Przejęcie banku zakończyło bezpieczny etap jego działalności, ponieważ stracił on niezależność banku prywatnego, a jego działalność podlegać zaczęła ingerencji i wpływowi rządu [Garber 1990]. J. MacKay pisze, że jak tylko bank przestał być spółką prywatną, zaczęto dokonywać emisji banknotów na ogromne kwoty. Law zrozumiał, że musi dostosować się do polityki despotycznego władcy, ale nie rozumiał, jakie konsekwencje będzie to miało dla jego systemu [MacKay 1852, s. 14].

Rok 1719 był bardzo ważny dla realizacji systemu. Law skopiował angielską loterię fantową w celu pozyskania dochodów na finansowanie długu publicznego Francji. Kompania Indyjska kupiła za kwotę 52 milionów liwów rocznie prawo poboru podatków pośrednich i bezpośrednich [Day 2004]. Spółka Missisipi (d'Occident) przekształcona została (23 maja 1719 r.) w Kompanię Indyjską, która wyemitowała 50 000 akcji po 1000 liwów za sztukę. Jej perspektywy były bardzo dobre, co spowodowało gorączkę zakupową (cena 1800 liwów). Na zaplanowanych 50 tysięcy akcji złożono ponad 300 000 ofert zakupu. Sukcesy sprawiły, że John Law stał się najpopularniejszą, najbogatszą i najpotężniejszą osobą w kraju [Day 2004].

W 1719 r. Law podjął też największe wyzwanie, a mianowicie kompania przejęła całość długów państwowych o wartości nominalnej 1500 mln liwów, co umożliwić miało stworzenie solidnego finansowo państwa. Przejęty dług generować miał stały dopływ gotówki od rządu w postaci 3% odsetek, które stawały się kapitałem własnym kompanii. Przejęcie długów państwa finansowane było nowymi (3) emisjami akcji kompanii, których autoryzacja skutkowałą równoległym drukiem banknotów na dużą skalę przez Banque Royale⁶. Wartość emisji akcji czterokrotnie przewyższyła wartość rent stanowiących główne aktywa i źródło dochodów kompanii.

Punktem kulminacyjnym kariery Lawa było przyznanie mu stanowiska ministra finansów w dniu 5 stycznia 1720 r. Kontrolował finanse kraju (wydatki i dochody), zarządzał Banque Royale i odpowiadał za emisję pieniędzy. Jednocześnie był właścicielem i menedżerem kompanii kontrolującej handel zagraniczny Francji i odpowiadającej za rozwój kolonii. Kompania ta wykupiła prawo poboru podatków i przejęła całość ogromnych francuskich długów publicznych. Król był głównym akcjonariuszem spółki, co znacznie ułatwiało jej działalność i rozwój.

⁶ Otrzymał zgodę na emisję banknotów wartości 240 mln liwów w dniu 25 lipca oraz 240 mln we wrześniu i październiku 1719 r. Kolejna emisja banknotów – 560 mln liwów – nastąpiła w dniu 29 grudnia 1719 r. i nie towarzyszyła jej emisja akcji.

Law planował, że do sierpnia 1720 r. pozyska z emisji akcji kwotę odpowiadającą wartości nominalnej długu państwowego. W tym czasie cena akcji kompanii wzrosła do 15 000 liwrów.

Kapitalizowanie akcji spółki wpływało na deprecjonowanie kursu waluty kruszcowej. W rezultacie nastąpiła inflacja, która od sierpnia 1719 r. do września 1720 r. wyniosła średnio 4% miesięcznie z apogeum w styczniu 1720 r. wynoszącym 23% [Garber 1990].

Od stycznia 1720 r. ceny akcji kompanii zaczęły się obniżać (10 000 liwrów), ponieważ inwestorzy zaczęli zamieniać zyski kapitałowe na złoto, co było gwarantowane przez kompanię [Garber 1990]. W konsekwencji tego od stycznia 1720 r. nakazano dokonywanie płatności przewyższających 100 liwrów banknotami [Day 2004], a następnie zaprzestano wymieniać pieniądza papierowego na kruszce [MacKay 1852, s. 21], ograniczono również codzienne wypłaty bankowe do 100 liwrów w złocie i 10 liwrów w srebrze. Restrykcje te spowodowały, że złoto i srebro uzyskane z zamiany banknotów zaczęto inwestować w akcje South Sea Company lub w spółki holenderskie. Wkrótce zakazano operacji kruszcami, a także ich wywozu z kraju [MacKay 1852, s. 21].

Obniżenie cen akcji zmusiło Lawa do redukcji planów ekspansji spółki, mimo że uważał, że akcje to inwestycja długookresowa wsparta dobrymi perspektywami handlu z koloniami.

Ciosem dla systemu Lawa było wycofanie się z kompanii Regenta, który sprzedał (22 lutego) 100 000 akcji po 9000 liwrów za sztukę, co bardzo negatywnie wpłynęło na jej wartość rynkową [Day 2004].

W tym samym dniu Kompania Indyjska przejęła kontrolę nad Banque Royale [Garber 1990]. Ogłoszenie gwarancji państwa dla emisji banknotów, których wartość w obiegu nie mogła zostać zwiększona bez zgody parlamentu, nie zdołało odbudować zaufania do spółki.

Sytuację finansową państwa skomplikowało wydanie w dniu 27 lutego 1720 r. zakazu posiadania monet złotych i srebrnych w kwocie przewyższającej 500 liwrów, a także zakupów biżuterii i drogich kamieni. Osoby, które informowały o łamaniu tego zakazu, otrzymywały połowę zarekwirowanych sum. Powszechne stało się denuncjowanie i represje, które często nie były uzasadnione.

W marcu zabiegi Lawa zdołały uspokoić sytuację na rynku. Dążył on do sanacji sytuacji przez deflację. Zorientowawszy się, że cena akcji została ustalona za wysoka, 21 maja 1720 r. dokonał drastycznej obniżki kursu akcji Kompanii Indyjskiej oraz banknotów o połowę (edykt), czyli z 9000 do 5000 liwrów, która nastąpić miała w siedmiu etapach do 1 grudnia 1720 r. [Garber 1990]. Gwałtowny sprzeciw społeczny spowodował, że Rada Regencyjna (27 maja) wydała edykt przywracający banknotom i akcjom ich poprzednią wartość [MacKay 1852, s. 40-45]. John Law na tydzień (28 maja) został pozbawiony wszystkich stanowisk. Po uzyskaniu ponownej nominacji skoncentrował się na redukcji banknotów w obrocie, odnosząc pewne sukcesy w tym względzie. Do października 1720 r. już tylko 1,2 mld liwrów w bank-

notach (z 2,7 mld) było w obrocie i tyle samo pieniądza kruszcowego pojawiło się na powrót na rynku, po rewaluacji jego wartości do tej z początku 1720 r. Jednakże nie uratowało to jego systemu. We wrześniu 1721 r. ceny akcji kompanii obniżyły się do 500 liwrow, a zatem do ceny początkowej, co umożliwiło wrogom Lawa przejście kontroli nad Kompanią Indyjską, a następnie nad całym systemem [Ghachem 2011].

W listopadzie wydany został edykt, który unieważniał banknoty z końcem roku i odbierał wszelkie przywileje Kompanii Indyjskiej. Stawała się ona spółką prywatną, której zakazano działania. Law pozbawiony został wszystkich stanowisk⁷, tracąc szansę na uzdrowienie systemu. Książę Orleański całością winy za klęskę finansową obarczył Johna Lawa⁸ i listownie zalecił mu opuszczenie Francji. Szkot wyjechał do Wenecji, jednakże do końca życia (zmarł 21 marca 1729 r.) pracował nad ulepszeniem swojego systemu i marzył o jego ponownym wdrożeniu w bardziej ostrożnej formie.

5. Wnioski

Wpływ innowacji na nadzór korporacyjny nie jest jednoznaczny. Jedni autorzy uważają, że innowacje finansowe przyczyniają się do demokratyzacji kapitału, pomniejszają ryzyko kredytowe, rozciągając je na szersze kręgi inwestorów, powiększają efektywność działania, umożliwiając przejścia i fuzje oraz stosowanie dźwigni finansowej, jak też przyczyniają się do efektywniejszej alokacji zasobów.

Inni autorzy są zdania, że innowacje finansowe są strategiami powiększania zysków wyprzedzającymi regulacje prawne. W sektorze finansowym występują fale innowacji, regulacji, deregulacji oraz okresy stabilności i destabilizacji [Minsky i in. 1957]. Każda z tych fal tworzy nowy produkt lub technikę. Innowacje pojawiają się wówczas, kiedy społeczeństwo odczuwa potrzebę zmiany, i to bez względu na etap cyklu koniunkturalnego. Do innowacyjnego zachowania zachęca ludzi perspektywa uzyskania korzyści finansowych (chciwość) lub obniżenie krępujących, niekorzystnych wymogów formalnych. Tak długo, jak implikowane przez te pobudki działania przynosić będą korzyści, będą one inspirować podejmowanie decyzji mających dobre i złe skutki.

Z punktu widzenia systemowego i historycznego każdy kryzys jest wariantem poprzedniego, mającym nowe cechy wynikające z pomnożenia ryzyka i asymetrii informacji [Shiller 2005]. Kryzys finansowy jest konsekwencją trzech rodzajów nierównowagi, a mianowicie bogactwa, dochodów bieżących i sektora finansowego, które łącznie z innowacjami finansowymi powiększają ryzyko systemu finansowe-

⁷ Kompania zgłosiła wniosek o ochronę przed bankructwem w 1721 r. Została zreorganizowana i rozpoczęła działalność biznesową w 1722 r. W roku 1723 otrzymała od króla Ludwika XV nowe przywileje, między innymi monopol na handel tytoniem i kawą oraz prawo organizowania krajowej loterii, i działała do 1790 roku.

⁸ Rada Finansowa i Regencyjna stwierdziła, że wyemitowano banknoty wartości 2700 mln liwrow, a daty emisji i edyktów je aprobujących nie były tożsame. Regent winił za to Lawa, ale było odwrotnie. To wskazuje, kto ponosi winę za klęskę finansów.

go [Mah-Hui 2008]. Implementacji innowacji, determinujących długoterminowe sukcesy firm, towarzyszy duża niepewność. „Konsumenci” innowacji nie potrafią docenić ich wartości (niedoszacowanie), przedsiębiorcy (twórcy) zaś nie potrafią zrozumieć wątpliwości związanych z ich zastosowaniem (przeszacowanie). Powstaje zatem asymetria informacji nazywana „klątwą innowacji”, która w konsekwencji prowadzi do kryzysu finansowego [Gourville 2005].

Innowacje implikujące rozwój rynku i firm oraz wzrost dobrobytu społeczeństwa są warunkowane przez cztery czynniki, różnicujące przedsiębiorstwa i kraje pod względem innowacyjności, a mianowicie wykwalifikowaną siłę roboczą, zasoby kapitału, politykę rządu i kulturę. Innowacje finansowe pojawiają się na zewnątrz regulowanego sektora finansowego i są zwykle zaskoczeniem dla tych, którzy mają uprawnienia do stanowienia regulacji [Mason 2009].

Bańki spekulacyjne implikują nadmierny popyt na nowe, innowacyjne instrumenty finansowe, które nie znajdują jeszcze odzwierciedlenia w prawie, co prowadzi do powstawania kryzysów finansowych. Historia pokazuje, że pojawiające się w ich konsekwencji reformy polityki i nowe regulacje nie są w stanie zapobiec przyszłym kryzysom [Shachmurove 2010].

Analiza trzech przedstawionych skandali finansowych umożliwia pokazanie wpływu innowacji finansowych na kształtowanie nadzoru korporacyjnego.

W ówczesnych finansach publicznych konwersja długów państwa na akcje była nową, innowacyjną technologią finansową, zastosowaną przez Spółki Missisipi i South Sea, które były globalnymi korporacjami implementującymi nowatorskie instrumenty finansowe i metody zarządzania i realizującymi działania wykraczające poza działalność standardową. Systemy konwersji brytyjski i francuski były solidnie przygotowane, zarządzane przez doświadczonych i wykształconych profesjonalistów zorientowanych na sukces. Realizacja programu konwersji była skomplikowana, stając się coraz trudniejsza i złożona w miarę trwania refundacji oraz wzrostu zainteresowania nią ze strony rynku.

C. Day uważa, że schemat Lawa to najśmielszy i najszerzej zakrojony plan finansowy w historii [Day 2010]. Nie był oszustwem, a próbą ratowania zbankrutowanego państwa i gospodarki. Według Schumpetera [1954, s. 295], Law to największy monetarysta wszech czasów, a jego system był dobrze pomyślany i solidny, ale zbyt ambitny i nowoczesny dla ówczesnej Francji. Jeszcze w XVIII wieku został on wykorzystany przez amsterdamskie banki dla sfinansowania długu publicznego. Bank Anglii stosował go z powodzeniem, a także implementowały go Stany Zjednoczone. Koncepcja Johna Lawa stymuluje również rozwój współczesnych gospodarek, co dowodzi, jak bardzo wyprzedzała ona swoją epokę [Garber 1989].

Do powstania i pęknięcia pierwszych baniek spekulacyjnych przyczyniły się też inne słabości finansów i nadzoru korporacyjnego. Wewnętrzna kontrola w spółkach nie była dostatecznie rozwinięta, nie było też właściwych reguł księgowania zadłużenia i kapitałów własnych. Krytycznym błędem omawianych baniek był brak ustalenia kursów wymiany, co uniemożliwiało właściwą wycenę akcji. Poważnym

błędem było utożsamianie nadwyżki kapitałowej i zysku. Według ówczesnych reguł rachunkowości, spółki akcyjne mogły deklorować dywidendy od wartości agio. Z tego powodu dywidendy były wysokie i indukowały spekulację akcjami. Brak odpowiednich standardów i procedur rachunkowości nie pozwalał na właściwe sporządzanie sprawozdań finansowych i adekwatną wewnętrzną i zewnętrzną analizę finansową. Odpowiednie reformy w zakresie finansów i rachunkowości wprowadzono dopiero w XIX i XX wieku. Dla przykładu stwarzanie fałszywych pozorów stało się przestępstwem dopiero w roku 1757. Wiele oszustw finansowych nie było przestępstwami w rozumieniu ówczesnego prawa. Brak też było odpowiednich sposobów zapobiegania korupcji i oszustwom na rynku i zwalczania ich.

Kreujący innowacyjne przedsięwzięcia (politykę) już wtedy rozumieli znaczenie informacji dla kształtowania wartości rynkowej spółek i wykorzystywali tę wiedzę chętnie, ale mało rzetelnie. To powodowało, że oferowali innowacje skutecznie pobudzające optymizm inwestorów [Frehen i in. 2009].

Reasumując, można stwierdzić, że omówione trzy bańki spekulacyjne rozwinęły się i pękły na nie w pełni dojrzałych, a zatem na nieefektywnych rynkach kapitałowych. Wywołane zostały przez korupcję polityczną, nadmierny instytucjonalizm, luki prawne, nieadekwatną rachunkowość i oszustwa, czyli z tych samych powodów, które odpowiadają za współczesne skandale finansowe [Day 2004]. Poważny wpływ na ich powstanie miały (mają) innowacje finansowe, do których ówczesne systemy społeczno-ekonomiczne nie były w stanie odpowiednio szybko się dostosować.

W ówczesnych czasach, podobnie jak współcześnie, za dynamicznym rozwojem gospodarki, korporacji, finansów, a także innowacji finansowych nie nadążał rozwój prawa oraz adekwatnych regulacji rachunkowości, finansowych i nadzoru korporacyjnego. Innowacje dezaktualizują bieżące czynniki efektywnego ładu korporacyjnego, czyli systemowe (rodzaj gospodarki rynkowej, stopień rozwoju rynku kapitałowego, uregulowania prawne, system zarządzania spółką, kultura korporacyjna i narodowy system ładu korporacyjnego), a także czynniki efektywności na poziomie organów spółki i ich struktur. Powodują one również modyfikację (restrukturyzację) – ewolucyjną lub rewolucyjną – czynników systemowych (systemu) prowadzącą do ukształtowania się nowego systemu ładu korporacyjnego, który z biegiem czasu zmieniony będzie przez pojawiające się innowacje.

Literatura

- Berstein P., *Przeciw bogom*, WIG PRESS, Warszawa 1997.
- Cadbury A., *What are the trends in corporate governance? How will they impact your company?*, "Long Range Planning" 1999, nr 1.
- Campbell K., Jerzemowska M., *The 2008/9 Global Financial Crisis in Perspective: Financial Bubbles and other Factors*, [w:] D. Zarzecki (red), *Zarządzanie finansami*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009.
- Carswell J., *South Sea Bubble*, British Library, 1960, Add. MSS, 25544-9.
- Dale R., *The First Crash: Lessons from the South Sea Bubble*, Princetown University Press, London 2004.

- Day Ch.C., *Chaos in the Markets — Moral, Legal & Economic Signals In Three Fantastic Bubbles*, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=572123>, 2004.
- Day Ch.C., *Is there a tulip in your future?: Ruminations on Tulip mania and the innovative Dutch Futures Markets*, "Journal des Economistes et des Etudes Humaines, A Bilingual Journal of Interdisciplinary Studies" 2004, vol. 14, no. 2.
- Day Ch.C., *Paper conspiracies and the end of all good order: perceptions and speculations in early capital markets*, "Entrepreneurial Business Law Journal" 2006, vol. 1, no. 2.
- Day Ch.C., *Risky Business: Popular Images and Reality of Capital Markets Handling Risk — From the Tulip Craze to the Decade of Greed*, <http://ssrn.com/abstract=1018384>, 2007.
- Frehen R.G.P., Goetzman W.N., Rouwenhorst K.G., *New Evidence on the First Financial Bubbles*, Yale International Center of Finance Working Paper 09-04, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1371007>, 2009.
- French D., *The Dutch monetary environment during tulipomania*, "The Quarterly Journal of Austrian Economics" 2006, no. 9(1): 3-14, doi:10.1007/s12113-006-1000-6, http://www.mises.org/journals/qjae/pdf/qjae9_1_1.pdf.
- Garber P.M., *Tulipmania*, "Journal of Political Economy" 1989, no. 97(3).
- Garber P.M., *Famous first bubbles*, "Journal of Economic Perspectives", no. 4(2).
- Ghachem M.W., *At the Origins of Public Credit: A Story of Stock-Jobbing and Financial Crisis in Prerevolutionary France*, 'The Financial Crisis of 2008: French and American Responses,' Proceedings of the 2010 Franco-American Legal Seminar 2011, pp. 151-199 SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2085326>.
- Gourville J.T., *The curse of innovation: a theory of why innovative new products fail in the marketplace*, "Harvard Business School Marketing Research Papers" 2005, no. 05-06, SSRN-id777644.
- Herbert Z., *Martwa natura z wędzidłem*, System 2000, Warszawa 2003.
- Janeway W.H., *Doing Capitalism in the Innovation Economy: Markets, Speculation and the State*, Cambridge University Press, 2012.
- Jensen M., *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, "The Journal of Finance", July, 1993.
- Jerzemowska M., *Czego może nauczyć nas historia Kompanii Mórz Południowych*, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa im. prof. Stanisława Tarnowskiego w Tarnobrzegu, 2012.
- Jerzemowska M., *Kilka słów o tym, jak tulipany chciały zaważnąć światem*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość i kapitał publicznych spółek akcyjnych*, „Acta Universitatis” 2012, nr 262.
- Jerzemowska M., *John Law – sprawca czy ofiara wielkiego skandalu finansowego*, [w:] J. Gliniecka, E. Juchniewicz, T. Sowiński, M. Wróblewska (red.), *Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, CeDeWu, Warszawa 2013.
- Jeżak J., *Lad korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Luiten van Zenden J., Buringh E., Bosker M., *The rise and decline of European parliaments, 1188–1789*, Economic History Review DOI: 10.1111/j.1468-0289.2011.00612.x, 2011.
- MacKay Ch., *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, V.I. London: Office of the National Illustrated Library, 227 Strand, 1852.
- Mah-Hui M.L., *Old Wine in New Bottles: subprime mortgage crisis – causes and consequences*, "Journal of Applied Research in Accounting and Finance (JARAF)" 2008, vol. 3, no. 1, pp. 3-13, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1263280>.
- Mason J.R., *Regulating for financial system development, financial institutions stability, and financial innovation*, Development, Stability, and Innovation SSRN-id1393409, 2009.
- Minsky H.P., Hyman P., *Central banking and money market changes*, "Quarterly Journal of Economics", 1957, nr 71(2).
- Pastor L., Veronesi P., *Technological revolutions and stock prices*, "American Economic Review" 2009, no. 99, 1451-1483, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=868527>.

- Rousseau P.L., *Historical perspectives on financial development & economic growth*, NBER Working Paper 2002, no. W9333.
- Schumpeter J.A., *Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical. Analysis of the Capitalist Process*, Vol. I, McGraw-Hill, New York 1939.
- Schumpeter J.A., *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, 1954.
- Shachmurove Y., *The Next Financial Crisis*, PIER Working Paper 2010, 10-027, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1654361>.
- Shiller R.J., *Behavioral economics and institutional innovation*, Yale ICF Working Paper no. 04-50; Cowles Foundation Discussion Paper 2005, no. 1499, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=671024>.
- South Sea Bubble Short History*, 2010, Baker Library, Harvard Business School, www.library.hbs.edu/hc/ssb/history.html
- Thompson E., *The tulipmania: fact or artifact?*, "Public Choice" 2007, no. 130(1-2), doi:10.1007/s11127-006-9074-4, <http://www.econ.ucla.edu/thompson/Document97.pdf>.
- Velde F.R., *Government Equity and Money: John Law's System in 1720 France*, Federal Reserve Bank of Chicago, 17 May 2004.
- Weimer J., Pape J.C., *The taxonomy of systems of corporate governance*, "Corporate Governance an International Review" 1999, vol. 7, nr 2.
- Wielka encyklopedia powszechna*, PWN, Warszawa 1965, t. 5.

INNOVATIONS AND THEIR INFLUENCE ON THE DEVELOPMENT OF CORPORATE GOVERNANCE

Summary: The aim of the paper is to present the argument that there is not one way of assessing the impact of innovations on corporate governance system. The analysis reveals that the three early speculative bubbles – Tulipmania (Holland, 1637) the South Sea Bubble (England, 1720) and the Mississippi Company Bubble (France, 1720) – were caused in great part by financial innovations. The rapid development of the economies, financial institutions and instruments, accounting practices and corporations was not matched by the parallel development of appropriate laws, financial and accounting infrastructure and corporate governance. The three scandals (and the 2008 as well) also reflected the lack of effective methods of protection against corruption and financial market fraud.

Keywords: bubbles, financial innovation, conversion, public debt, corporate governance.