

# CORPORATE GOVERNANCE

– banki na straży efektywności przedsiębiorstw

Wydanie II

Agnieszka Słomka-Gołębiowska



**CeDeWu.pl**  
Wydawnictwa Fachowe

Praca naukowa współfinansowana ze środków Komitetu Badań Naukowych w latach 2004-2005 jako projekt badawczy.

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autor dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Zdjęcie (grafika) udostępniona dzięki:

Huge steel vault door represents security © Robert Kylo – istockphoto.com

Plik nr: 173217

Stock Exchange Concept © mustafa deliormanli – istockphoto.com

Plik nr: 16545545

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie II, Warszawa 2012

ISBN 978-83-7556-243-9

EAN 9788375562439

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2015

ISBN 978-83-7941-208-2

**Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.**

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: [cedewu@cedewu.pl](mailto:cedewu@cedewu.pl)

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20, 374 90 22

Fax: (4822) 827 38 89

**Księgarnia Ekonomiczna**

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Fax: (4822) 827 38 89

**Ekonomiczna Księgarnia Internetowa**

[www.cedewu.pl](http://www.cedewu.pl)

[www.4books.pl](http://www.4books.pl)

Made in Poland

# Spis treści

<b>Wprowadzenie</b> . . . . .	<b>7</b>
-------------------------------	----------

## **Rozdział I**

<b>Podstawowe pojęcia związane z nadzorem wierzycielskim</b> . . . . .	<b>11</b>
--	-----------

1.1. Ład korporacyjny ( <i>corporate governance</i> ) . . . . .	11
1.2. Przyczyny wzrostu zainteresowania ładem korporacyjnym . . . . .	13
1.3. Nadzór wierzycielski banku nad przedsiębiorstwem . . . . .	15
1.4. System finansowy kraju a nadzór nad przedsiębiorstwem . . . . .	17

## **Rozdział II**

<b>Teoretyczne podstawy analizy nadzoru wierzycielskiego: nowa ekonomia instytucjonalna</b> . . . . .	<b>23</b>
---	-----------

2.1. Ogólne znaczenie nowej ekonomii instytucjonalnej dla badań nad nadzorem wierzycielskim . . . . .	23
2.2. Bank wobec problemu asymetrii informacji . . . . .	27
2.3. Teoria kontraktów ( <i>contract theory</i> ) . . . . .	31
2.4. Teoria agencji . . . . .	36
2.5. Ekonomia kosztów transakcyjnych . . . . .	43
2.6. Podsumowanie . . . . .	48

## **Rozdział III**

<b>Nadzór wierzycielski na przykładzie Niemiec i Japonii</b> . . . . .	<b>51</b>
3.1. Banki w probankowym systemie nadzoru nad przedsiębiorstwem . . . . .	51
3.2. Bankowość uniwersalna i instytucja <i>Hausbanku</i> w Niemczech . . . . .	53
3.3. Instytucja banku dominującego w Japonii . . . . .	58
3.4. Mechanizmy nadzoru banku nad przedsiębiorstwem na przykładzie Niemiec i Japonii . . . . .	64
3.4.1. Powiązania kredytowe między bankiem a przedsiębiorstwem . . . . .	64
3.4.2. Obecność przedstawicieli banków w niemieckiej radzie nadzorczej i w japońskiej radzie dyrektorów . . . . .	68
3.4.3. Posiadanie przez bank akcji przedsiębiorstwa . . . . .	73
3.4.4. Wykonywanie przez bank praw korporacyjnych akcjonariuszy . . . . .	75
3.4.5. Postępowanie upadłościowe . . . . .	77

## **Rozdział IV**

<b>Nadzór wierzycielski w badaniach empirycznych</b> . . . . .	<b>83</b>
4.1. Wprowadzenie . . . . .	83
4.2. Kraje o dojrzałej gospodarce rynkowej . . . . .	85
4.2.1. Wpływ nadzoru sprawowanego przez bank na wyniki działalności przedsiębiorstwa . . . . .	85
4.2.2. Nadzór wierzycielski a ograniczenia dostępu przedsiębiorstwa do kapitału zewnętrznego . . . . .	90
4.2.3. Banki wobec oportunistycznych zachowań menedżerów przedsiębiorstwa . . . . .	95
4.2.4. Udział banku w restrukturyzacji przedsiębiorstwa . . . . .	99
4.2.5. Problem uwięzienia ( <i>hold-up problem</i> ) . . . . .	104
4.3. Rynki wschodzące ( <i>emerging market economies</i> ) . . . . .	107
4.4. Wnioski z dotychczas przeprowadzonych badań empirycznych . . . . .	111

## **Rozdział V**

<b>Przemiany instytucjonalne a nadzór wierzycielski w wybranych krajach postsocjalistycznych</b> . . . . .	<b>119</b>
5.1. Ramy analizy instytucji nadzoru wierzycielskiego . . . . .	119
5.2. Relacja bank – przedsiębiorstwo w gospodarce socjalistycznej . . . . .	121
5.3. Przemiany instytucjonalne a rola banków w nadzorze nad przedsiębiorstwem . . . . .	125
5.3.1. Restrukturyzacja złych długów przedsiębiorstw . . . . .	125

5.3.2. Prywatyzacja sektora bankowego . . . . .	140
5.3.3. Ochrona i egzekwowanie praw kredytodawców . . . . .	152
5.4. Stan nadzoru banku nad przedsiębiorstwem . . . . .	161

## **Rozdział IV**

<b>Nadzór wierzycielski w Polsce. . . . .</b>	<b>167</b>
6.1. Wprowadzenie . . . . .	167
6.2. Metodologia badania ekonometrycznego . . . . .	169
6.3. Prezentacja danych . . . . .	174
6.3.1. Dobór próby badawczej . . . . .	174
6.3.2. Źródła danych . . . . .	175
6.3.3. Charakterystyka danych. . . . .	176
6.4. Wyniki badania ekonometrycznego. . . . .	181
6.4.1. Wpływ nadzoru wierzycielskiego na zmniejszenie ograniczeń dostępu przedsiębiorstwa do kapitału zewnętrznego. . . . .	181
6.4.2. Badanie odporności uzyskanych wyników analiz . . . . .	189
6.5. Badanie ankietowe . . . . .	194
6.6. Studia przypadków . . . . .	198
6.7. Wnioski z badań własnych . . . . .	206
<b>Zakończenie. . . . .</b>	<b>209</b>
<b>Załączniki . . . . .</b>	<b>213</b>
<b>Bibliografia . . . . .</b>	<b>231</b>



# Wprowadzenie

Niniejsza książka<sup>1</sup> jest poświęcona nadzorowi wierzycielskiemu banku nad przedsiębiorstwem. Zagadnienie to nie było dotąd w Polsce przedmiotem całościowych opracowań. Dyskusje, które toczyły się w krajowej literaturze przedmiotu, koncentrowały się raczej na nadzorze właścicielskim oraz na tym, jak stworzyć ład korporacyjny z silnie rozwiniętym rynkiem kapitałowym. Tymczasem różnorodne analizy teoretyczne i empiryczne badaczy zagranicznych wskazują, że banki sprawują nadzór wierzycielski i mogą odgrywać poważną rolę w systemie nadzoru nad przedsiębiorstwem.

W Polsce – podobnie jak w innych w krajach postsocjalistycznych – po wycofaniu się państwa z kontroli nad sektorem produkcyjnym rozpoczęło się tworzenie nowego systemu nadzoru nad przedsiębiorstwem. Powoli rozwijał się rynek kapitałowy – giełda i rynek obligacji – który nie istniał w gospodarce rozdzielczo-nakazowej. Z kolei sektor bankowy był restrukturyzowany, a później prywatyzowany. Po ponad dekadzie różnorodnych przemian instytucjonalnych banki są lepiej rozwinięte niż rynek kapitałowy, co sugeruje, że ich znaczenie dla nadzoru nad przedsiębiorstwem jest większe niż drugiej instytucji systemu finansowego.

Przeprowadzając reformę systemu nadzoru nad przedsiębiorstwem kraje postsocjalistyczne korzystały, i nadal korzystają, z doświadczeń krajów o dojrzałej gospodarce rynkowej, stanowiących ważne źródło wiedzy i inspiracji. Z tych względów w niniejszej książce przeanalizowano genezę i rozwój mechanizmów nadzoru banku nad przedsiębiorstwem w Niemczech i w Japonii, których system finansowy i nadzoru jest zdominowany przez sektor bankowy. Należy jednak zaznaczyć, że doświadczeń innych krajów nie można traktować jako gotowych rozwiązań. Banki w różnych krajach nie sprawują nadzoru nad przedsiębiorstwem w ten sam sposób. Różnorodność mechanizmów nadzoru wierzycielskiego wynika z odmienności uwarunkowań instytucjonalnych kraju, które wykształciły się pod wpływem różnych czynników ekonomicznych i politycznych.

Podstawowym narzędziem, służącym w niniejszej pracy zgromadzeniu wiedzy o nadzorze wierzycielskim, jest analiza instytucji. Jest to – jak podkreśla wybitny ekonomista R. Coase – użyteczna metoda badawcza wszelkich zjawisk ekonomicznych. W wykładzie przygotowanym z okazji wręczenia mu Nagrody Nobla w roku 1992 stwierdził, że „wartość czynników instytucjonalnych dla analizy ekonomicznej okazała się nieoceniona w reformowaniu gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Krajom postsocjalistycz-

---

<sup>1</sup> Praca nad niniejszą rozprawą była współfinansowana przez grant promotorski KBN nr 1 H02C 04226.

nym doradza się wprowadzenie gospodarki rynkowej, ale bez odpowiednich przemian instytucjonalnych nie jest to możliwe. Gdybyśmy wiedzieli więcej o naszej własnej gospodarce, byłibyśmy w lepszej pozycji, aby je wesprzeć wiedzą ekspercką”<sup>2</sup>.

Głównym celem analiz przeprowadzonych w tej książce jest sprawdzenie, czy charakter i zakres nadzoru wierzycielskiego zależy od uwarunkowań instytucjonalnych funkcjonowania banków. Przyporządkowano mu dwie tezy badawcze. Pierwsza otrzymała brzmienie, że po ponad 10 latach transformacji systemowej w krajach postsocjalistycznych najbardziej zaawansowanych w procesie przechodzenia do gospodarki rynkowej zostały spełnione warunki instytucjonalne do sprawowania nadzoru wierzycielskiego przez bank nad przedsiębiorstwem. Ich doświadczenia mogą stanowić ważną lekcję nie tylko dla pozostałych krajów przeprowadzających reformy ustrojowe, ale i rynków wschodzących. Dotychczas w literaturze przedmiotu koncentrowano się na badaniu nadzoru banku nad przedsiębiorstwem w krajach o dojrzałej gospodarce rynkowej. W związku z tym niewiele miejsca poświęcono sprawdzeniu, czy banki w krajach postsocjalistycznych po rozległych przemianach instytucjonalnych sprawują nadzór wierzycielski i jakie są jego skutki. Dlatego w niniejszej pracy znalazły się analizy empiryczne tego zagadnienia przeprowadzone dla Polski. Sprawdzano prawdziwość tezy, że banki sprawujące nadzór wierzycielski są w stanie, poprzez redukcję asymetrii informacji, zmniejszyć ograniczenia dostępu przedsiębiorstwa do kapitału zewnętrznego.

Pierwsza część książki, na którą składa się rozdział pierwszy i drugi, poświęcona jest omówieniu podstaw teoretycznych nadzoru wierzycielskiego. Na początku wyjaśniono pojęcie ładu korporacyjnego (*corporate governance*) i przedstawiono główne przyczyny wzrostu zainteresowania tym zagadnieniem. Następnie zdefiniowano jego szczególnie przypadek – nadzór wierzycielski. Poruszono również dwie ważne kwestie, jakimi są: zależność pomiędzy systemem finansowym kraju a systemem nadzoru nad przedsiębiorstwem oraz problem efektywności dwóch modeli ładu korporacyjnego: probankowego i prorynkowego. Drugi rozdział stanowi tło teoretyczne dla podjętych rozważań dotyczących roli banków w nadzorze nad przedsiębiorstwem. Wykorzystano w nim dorobek rozrastającego się nurtu nowej ekonomii instytucjonalnej. W świetle należących do tego nurtu teorii: kontraktów, agencji i ekonomii kosztów transakcyjnych wyjaśniono potrzebę sprawowania nadzoru wierzycielskiego w kategorii instytucji i bodźców.

Część druga książki odnosi się do aspektów empirycznych nadzoru wierzycielskiego. Rozpoczyna ją rozdział trzeci, który skupia się na przedstawieniu, na przykładzie Niemiec i Japonii, zależności pomiędzy rozwojem systemu finansowego, w szczególności sektora bankowego, a możliwościami sprawowania przez bank nadzoru wierzycielskiego

---

<sup>2</sup> Coase R: *The Institutional Structure of Production*, „American Economic Review”, 82, 1992 cytowane za O. Williamsonem: *The New Institutional Economics*, „Journal of Economic Literature”, 38, 2000.



nad przedsiębiorstwem. Przeanalizowano w nim wpływ uwarunkowań instytucjonalnych na zaangażowanie się banków w nadzorowanie przedsiębiorstw. W rozdziale czwartym dokonano przeglądu dotychczasowych badań empirycznych nad nadzorem wierzycielskim i omówiono płynące z nich wnioski. Obejmują one analizy przeprowadzone zarówno dla krajów o dojrzałej gospodarce rynkowej, jak i dla rynków wschodzących. Piąty rozdział odnosi się do reform przeprowadzonych w sektorze bankowym w wybranych krajach postsocjalistycznych w okresie przechodzenia od gospodarki nakazowo-rozdziałowej do gospodarki rynkowej i do ich potencjalnych skutków dla zwiększenia roli banków w nadzorze nad przedsiębiorstwem. Ostatni rozdział dostarcza analiz empirycznych na temat nadzoru wierzycielskiego w Polsce. Wyłania się z nich wniosek, że banki nadzorujące dłużnika poprzez oddelegowanie do jego rady nadzorczej swojego przedstawiciela nie zdołały dotąd dostatecznie zredukować asymetrii informacji, a przez to ograniczenia dostępu przedsiębiorstwa do kapitału zewnętrznego nie zmniejszyły się.

W toku przygotowywania niniejszej publikacji inspirującą pomoc stanowiły konsultacje i dyskusje, jakie odbyłam z Prof. O. Williamsonem i jego współpracownikami oraz z Prof. Ch. Harmem i jego zespołem podczas stażów zagranicznych na Uniwersytetach w Berkeley i w Muenster. Nieocenione wsparcie merytoryczne i twórczą atmosferę do pracy zawdzięczam przede wszystkim promotorowi rozprawy doktorskiej Panu Prof. dr hab. Leszkowi Balcerowiczowi. W tym miejscu pragnę również podziękować mojemu mężowi i rodzinie, bez których wsparcia nie powstałaby niniejsza praca.



# Rozdział I

## Podstawowe pojęcia związane z nadzorem wierzycielskim

### 1.1. Ład korporacyjny (*corporate governance*)

Przedmiotem książki jest nadzór wierzycielski sprawowany przez bank nad przedsiębiorstwem. Należy on do rozrastającego się nurtu badań nad *corporate governance*<sup>3</sup>, którym zainteresowani są nie tylko ekonomiści, ale również prawnicy, księgowi, psychologowie, socjologowie i politycy. Interdyscyplinarny charakter tej dziedziny nauki sprawia, że w literaturze przedmiotu podaje się różne definicje pojęcia ładu korporacyjnego. Ich przykłady, uporządkowane według zakresu analizy, zaprezentowano poniżej.

W wąskim ujęciu ład korporacyjny – zgodnie z propozycją A. Shleifera<sup>4</sup>, który jest autorem najczęściej cytowanej definicji – dotyczy metod działania, za pomocą których dostawcy środków finansowych do przedsiębiorstwa starają się zapewnić sobie zwrot z ich inwestycji. Autor podkreśla, że interesy menedżerów i akcjonariuszy lub kredytodawców, którzy zaopatrują przedsiębiorstwo w kapitał, mogą być rozbieżne<sup>5</sup>.

Ład korporacyjny można rozumieć szerzej niż zależności między organem zarządzającym przedsiębiorstwem – kadrą menedżerską – a dostawcami finansowa-

<sup>3</sup> W polskiej literaturze stosuje się wiele odpowiedników angielskiego terminu *corporate governance*: ład korporacyjny, nadzór nad przedsiębiorstwem, nadzór korporacyjny, czy wreszcie władanie korporacyjne. Liczne określenia w języku polskim tego samego pojęcia wskazują na problem ze znalezieniem właściwego tłumaczenia. W niniejszej książce *corporate governance* tłumaczono jako ład korporacyjny lub nadzór nad przedsiębiorstwem. Por. Solarz J. K.: *Metodologia badania złożonych układów organizacyjnych – perspektywa corporate governance*, Materiały z konferencji „Raport o Zarządzaniu”, Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości, 1997. Koładkiewicz I.: *Nadzór korporacyjny – perspektywa międzynarodowa*, Poltex, Warszawa, 1999.

<sup>4</sup> Shleifer A., Vishny R.: *Survey on corporate governance*, „Journal of Finance”, 52, 1997.

<sup>5</sup> Szerzej na temat mechanizmów nadzoru w literaturze światowej: Jensen M.: *The modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control System*, „Journal of Finance”, 3, 1993, Shleifer A., Vishny R.: *Survey on corporate governance*,..., op. cit. Becht M., Bolton P., Röell A.: *Corporate Governance and Control*, National Bureau of Economic Research, 2002, a w literaturze polskiej Aluchna M., Słomka A. Zobacz: *Koncepcje nadzoru korporacyjnego II. Mechanizmy nadzoru korporacyjnego*, „Przegląd Organizacji”, 11, 2001.

nia. L. Zingales<sup>6</sup> stwierdza, że jest to zbiór różnych ograniczeń, które wpływają na działalność przedsiębiorstwa i kształtują zasady negocjacji *ex post* podziału zysku między jego interesariuszy (z ang. *stakeholders*)<sup>7</sup>. Odnosi się zarówno do relacji między akcjonariuszami czy kredytodawcami (szczególnie bankami) a przedsiębiorstwem, jak i do instytucji.

M. Blair<sup>8</sup> postrzega nadzór nad przedsiębiorstwem jako system struktur instytucjonalnych oraz ukształtowanej kulturowo praktyki, które określają, w czym interesie działa przedsiębiorstwo, kto decyduje o alokacji jego zasobów, oraz kto i w jaki sposób kontroluje jego działalność, stanowiąc jednocześnie o podziale ryzyka i dochodu między poszczególnych jego interesariuszy.

Podobną definicję podał J. Tirole<sup>9</sup>, określając ład korporacyjny jako ogół instytucji, które wskazują menedżerom zasady podziału dochodu przedsiębiorstwa pomiędzy wszystkie grupy interesu, nie tylko akcjonariuszy.

Szerzej i najogólniej objaśnia pojęcie ładu korporacyjnego S. Claessens<sup>10</sup>, traktując go jako zbiór wpływających na działalność przedsiębiorstwa instytucji, których kształt jest zdeterminowany przez politykę gospodarczą kraju. Autor podkreśla, że od systemu instytucjonalnego kraju zależy funkcjonowanie mechanizmów nadzoru, których głównym zadaniem jest generowanie i dostarczanie wiarygodnych informacji interesariuszom przedsiębiorstwa.

R. Frydman i A. Rapaczyński<sup>11</sup> używają pojęcia ładu korporacyjnego dla określenia systemu procesów i instytucji – od rad nadzorczych poprzez strukturę finansowania przedsiębiorstwa do rynków finansowych – które umożliwiają interesariuszom nadzór nad zarządzaniem ich własnością.

Odpowiadając na pytanie, co znaczy ład korporacyjny, można skorzystać z ujęcia funkcjonalnego. Rozróżnia ono sześć typów funkcji pełnionych przez mechanizmy nadzoru: połączenie zasobów przedsiębiorstwa i rozdzielenie tytułów własności do nich, transferowanie ich w czasie i przestrzeni, zarządzanie ryzykiem, generowanie i dostarczanie informacji, zapewnienie interesariuszom przedsiębiorstwa odpowiednich bodź-

---

<sup>6</sup> Zingales L.: *Corporate Governance*, „The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law”, London: Macmillan, 1998, str. 499.

<sup>7</sup> Jako interesariuszy określa się różnorodne grupy interesu związane z działalnością przedsiębiorstwa takie jak: udziałowców czy akcjonariuszy, kredytodawców, dostawców i odbiorców, instytucje regulujące działalność przedsiębiorstwa (rządowe, branżowe, samorządowe), oraz pracowników.

<sup>8</sup> Blair M.: *Ownership and control. Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, The Brookings Institution, Washington D.C., 1995, str. 3.

<sup>9</sup> Tirole J.: *Corporate Governance*, Institut d'Economie Industrielle, Toulouse, 1999.

<sup>10</sup> Claessens S.: *Corporate Governance and Development*, Global Corporate Governance Forum, 2003.

<sup>11</sup> Frydman R., Rapaczyński A.: *Prywatyzacja w Europie Wschodniej. Czy państwo traci na znaczeniu?*, Wydawnictwo Znak, Kraków, 1995.

ców do działania w jego interesie oraz rozwiązanie problemu konkurujących ze sobą roszczeń do majątku przedsiębiorstwa<sup>12</sup>.

W niniejszym opracowaniu zastosowano zaproponowaną przez A. Shleifera wąską definicję. Warto się nią posługiwać – jak zauważa S. Claessens<sup>13</sup>, gdy analizuje się poszczególne mechanizmy ładu korporacyjnego. Szersze ujęcie omawianego pojęcia wykorzystuje się raczej w literaturze przedmiotu, porównując systemy nadzoru nad przedsiębiorstwem różnych krajów.

## 1.2. Przyczyny wzrostu zainteresowania ładem korporacyjnym

Problematyka ładu korporacyjnego dotyczy przede wszystkim dużych przedsiębiorstw. Pojawiła się wraz z burzliwym rozwojem spółki kapitałowej, która jako forma prowadzenia działalności gospodarczej, jest stosunkowo nowym zjawiskiem. Została powołana do życia w odpowiedzi na szczególne potrzeby gospodarcze. Początki gromadzenia kapitałów udziałowych w formie spółek akcyjnych sięgają pierwszych lat XVII wieku<sup>14</sup>, kiedy zaczęły powstawać towarzystwa handlowe w celu eksploatacji krajów kolonialnych. Powołanie takich towarzystw wymagało znacznych nakładów finansowych, przekraczających możliwości pojedynczych kupców, a nawet banków. Chodziło również o rozłożenie ryzyka inwestycyjnego między co najmniej kilku partnerów.

W spółkach kapitałowych rozpoczął się proces rozdzielenia funkcji własności od funkcji kontroli (z ang. *separation of ownership and control*)<sup>15</sup>. To określenie sugeruje, że właściciele spółek poprzez rozdrobnienie swoich udziałów stracili możliwość kontrolowania ich działalności. W rzeczywistości rzadko struktura udziałów jest tak rozproszona, że ich właściciele nie mają wpływu na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. W spółkach kapitałowych mamy raczej do czynienia z rozdzieleniem funkcji własności

---

<sup>12</sup> Bodie Z., Merton R.: *A Ceptual Framework of Analyzing the Financial Environment*, [w:] Crane D., Bodie Z., Froot K., Perold A., Merton R.: *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston, 1995.

<sup>13</sup> Claessens S.: *Corporate Governance and Development*, ..., op. cit.

<sup>14</sup> W literaturze można spotkać się z twierdzeniem, że pierwszą spółką akcyjną był założony w Genui w roku 1407 Bank św. Jerzego, ponieważ jego udziałowcy nie ponosili odpowiedzialności za jego działalność całym swoim majątkiem.

<sup>15</sup> Dyskusję na temat oddzielenia własności od kontroli w spółkach kapitałowych rozpoczął A. Berle i G. Means Patrz: *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan Publishing Co., 1932. Inne prace: Jensen M., Meckling W.: *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, 3, 1976, Fama E., Jensen M.: *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics”, XXVI, 1983a oraz Demsetz H., Lehn K.: *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, „The Journal of Political Economy”, 93, 1985.

od funkcji zarządzania. Odnosi się to do sytuacji, w której dostarcyciele finansowania nie zarządzają zasobami przedsiębiorstwa, a ci co zarządzają, nie mają uprawnień do korzystania i dysponowania nimi według własnego uznania.

Oddzielenie w spółkach kapitałowych praw do podejmowania decyzji odnośnie wykorzystania środków finansowych (*control rights*) od praw do strumienia pieniężnego (*cash flow rights*)<sup>16</sup> ma istotne znaczenie, ponieważ interesy kadry zarządzającej spółki akcyjnej i dostarcycieli finansowania mogą być rozbieżne i występuje między nimi asymetria informacji. Ci drudzy powierzają tym pierwszym zarządzanie swoim kapitałem, oczekując działań, które zapewnią im zwrot z inwestycji. Natomiast menedżerowie – w warunkach gospodarki rynkowej – mogą dążyć do zaspokojenia swoich prywatnych potrzeb kosztem akcjonariuszy i kredytodawców lub mogą realizować inne cele niż działanie w interesie właścicieli zasobów przedsiębiorstwa. Dlatego istnieje konieczność stworzenia systemu nadzoru nad przedsiębiorstwem, który ograniczy asymetrię informacji oraz potencjalną rozbieżność interesów dostarcycieli kapitału i kadry menedżerskiej.

W ostatnich dwóch 10-leciach dyskusje na temat ładu korporacyjnego znacząco się ożywiły w krajach wysoko rozwiniętych, natomiast w wielu krajach rozwijających się dopiero się rozpoczęły. Wzrost zainteresowania wystąpił w wyniku splotu różnorodnych zdarzeń i tendencji: ogólnoświatowego nasilenia procesów prywatyzacyjnych (o najszerszym zasięgu w gospodarkach postsocjalistycznych), reformy systemu funduszy emerytalnych i wzrostu prywatnych oszczędności w wielu krajach, zwiększenia liczby wrogich przejęć w latach 80. ubiegłego wieku, deregulacji i integracji krajowych rynków kapitałowych, kryzysów finansowych w Azji i w Ameryce Łacińskiej oraz serii skandali korporacyjnych, którym początek dała sprawa amerykańskiej korporacji – Enron.

Zagadnienia związane z nadzorem nad przedsiębiorstwem stają się daleko bardziej istotne dla większej liczby krajów niż to było kilkanaście lat wcześniej, przede wszystkim z uwagi na postęp technologiczny, liberalizację rynków finansowych i handlu oraz inne reformy systemowe, zwłaszcza prywatyzację.

---

<sup>16</sup> Rozróżnienie pomiędzy prawami do podejmowania decyzji odnośnie wykorzystania środków finansowych (*control rights*) a prawami do strumienia pieniężnego (*cash flow rights*) zastosowali w literaturze światowej S. Grossman, O. Hart, zob.: *The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, „Journal of Political Economy”, 94, 1986, a w literaturze polskiej L. Balcerowicz, por.: *Uwagi o pojęciu własności*, „Studia Filozoficzne”, 4, 1986.

### 1.3. Nadzór wierzycielski banku nad przedsiębiorstwem

Nadzór wierzycielski sprawowany przez bank nad przedsiębiorstwem – przedmiot niniejszej rozprawy – stanowi szczególny typ nadzoru. Pod tym pojęciem rozumie się mechanizmy, za pomocą których bank, dostarczający przedsiębiorstwu środki finansowe w formie kredytów bankowych, stara się zapewnić sobie spłatę długu i otrzymać uzgodniony wcześniej w umowach kredytowych zwrot z inwestycji w określonej wysokości, w postaci odsetek. Działania kredytodawcy koncentrują się na gromadzeniu informacji o kliencie, które są często niedostępne innym interesariuszom przedsiębiorstwa. Przywilej dostępu do wewnętrznych i wiarygodnych informacji o kredytobiorcy umożliwia bankowi wywieranie wpływu na działania podejmowane przez przedsiębiorstwo<sup>17</sup>.

Banki jako właściciele długów mają prawo – na mocy umowy kredytowej – do kontroli wykorzystania przez przedsiębiorstwo kapitału i do domagania się zwrotu pożyczonej sumy wraz z odsetkami w ustalonym terminie. Mogą wykorzystać szereg sposobów – mechanizmów nadzoru – zapewniających im spłatę kredytów. Władza banków pochodzi z uprawnień do przejęcia, w ramach postępowania upadłościowego, kontroli nad dłużnikiem lub nad jego aktywami, które stanowią zabezpieczenie kredytu, jeśli nie dotrzymuje on warunków umowy kredytowej, a szczególnie, kiedy nie spłaca kredytu<sup>18</sup>.

Ochronę interesów kredytodawców mogą stanowić: dobra sytuacja finansowa kredytobiorcy oraz krótki okres wymagalności kredytu. Gdy bank udziela kredytu długoterminowego, co zwiększa ryzyko kredytowe, może być uzasadniona obecność jego przedstawicieli w radzie nadzorczej dłużnika<sup>19</sup>.

Ponadto, bank-kredytodawca może również dostarczać kapitał w formie akcji, celem ograniczenia ryzyka moralnego (z ang. *moral hazard*). Innymi słowy stara się nie dopuścić do działań niezgodnych z jego interesem – a możliwych do realizacji z powodu istnienia asymetrii informacji – na jakie jest narażony, finansując przedsiębiorstwo wyłącznie kredytem bankowym. Dzięki temu ma do dyspozycji więcej metod pobudzania menedżerów, aby wykorzystywali oni kredyt bankowy zgodnie z wytycznymi zawartymi w umowie kredytowej<sup>20</sup>. Należy jednak zaznaczyć, że posiadanie przez kredy-

---

<sup>17</sup> Ongena S., Smith D.: *Bank relationships: a review*, [w:] Zenios S.A., Harker P.: *Performance of Financial Institutions*, Cambridge University Press, Cambridge, 2000 oraz Boot A.: *Relationship Banking: What Do We Know?*, „Journal of Financial Intermediation”, 9, 2000.

<sup>18</sup> Smith C., Warner J.: *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, „Journal of Financial Economics”, 7, 1979.

<sup>19</sup> Williamson O.: *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, The Free Press, New York, 1985.

<sup>20</sup> Baums T.: *The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and Governance*, [w:] Aoki M., Patrick H.: *The Japanese Main Bank System. Its relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford: Oxford University Press, 1994.

twórcę akcji kredytobiorcy nie jest koniecznym uzupełnieniem nadzoru wierzycielskiego. Dlatego nabycie przez bank udziałów kapitałowych przedsiębiorstwa nie świadczy o nadzorze wierzycielskim.

Warto zwrócić uwagę, że bank, który jest jednocześnie kredytodawcą i akcjonariuszem przedsiębiorstwa – a zatem sprawujący nadzór wierzycielsko-właścicielski – może chętniej inwestować w bardziej ryzykowne projekty inwestycyjne. Dają one wyższą stopę zwrotu z inwestycji, a bank, który posiada udziały kapitałowe dłużnika, uczestniczy w podziale zysków. Natomiast jako kredytodawca otrzymuje zawsze, bez względu na powodzenie przedsięwzięcia, stałą stopę zwrotu z inwestycji w postaci odsetek uzgodnionych w umowie kredytowej.

Łączenie przez bank funkcji kredytodawcy i akcjonariusza wykazuje pewną słabość. Posiadając długi i akcje przedsiębiorstwa, a z uwagi na wykonywanie praw korporacyjnych innych udziałowców znaczącą liczbę głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, bank może mieć nad nim nieograniczoną władzę. Istnieje prawdopodobieństwo, że może kierować podmiotem gospodarczym we własnym interesie, a jednocześnie niezgodnie z interesem dłużnika. Zdaniem F. Allena i D. Gale'a<sup>21</sup> nie ma jednak podstaw do obaw, ponieważ dla banku bardziej opłacalne jest budowanie długookresowych relacji z kredytobiorcą niż jednorazowe wykorzystywanie swojej siły monopolistycznej w pozyskiwaniu informacji. Kredytodawca nie będzie chciał zaszkodzić swojej reputacji na rynku finansowym i utracić klientów korporacyjnych, pod warunkiem, że rynek kredytowy jest konkurencyjny<sup>22</sup>.

Bank angażuje się w nadzór wierzycielski nad przedsiębiorstwem poprzez relację długu, który ma formę kredytu bankowego. Udzielając kredytu przedsiębiorstwu, może również zasiadać w jego radzie nadzorczej lub posiadać jego udziały, celem eksploatacji korzyści ekonomii skali w kosztownym procesie zdobywania informacji wewnętrznych na temat dłużnika. Dzięki temu generuje jednocześnie korzyści ekonomii zakresu, ponieważ charakter pozyskanych informacji z tytułu utrzymywania powiązań: kredytowych, personalnych i kapitałowych, może się różnić. Korzystając z wymienionych metod, bank sprawuje czynny nadzór nad przedsiębiorstwem, uczestnicząc aktywnie w ocenianiu działalności dłużnika i jego decyzji inwestycyjnych.

W odróżnieniu od czynnego, bierny nadzór banku nad przedsiębiorstwem ogranicza się do zabezpieczenia kredytu i do oddziaływania na kredytobiorcę jedynie zagrożeniem upadłością. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że banki otrzymują ustalony w umo-

---

<sup>21</sup> Allen F., Gale D.: *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge, MA, 2000.

<sup>22</sup> Diamond D.: *Monitoring and reputation: The choice between bank loans and privately placed debt*, „Journal of Political Economy”, 99, 1991.



wie kredytowej zwrot z inwestycji, ponieważ mają uprawnienia do zaspokojenia swoich roszczeń z przedmiotu zabezpieczenia i do przejęcia kontroli nad majątkiem dłużnika w razie niewywiązania się przez niego ze swoich zobowiązań. Bez tych praw nie byłoby w stanie zmusić kredytobiorcę do spłaty kredytu, a w konsekwencji zmniejszyłyby wielkość udzielanych przedsiębiorstwom kredytów lub zaprzęstały ich finansowania<sup>23</sup>.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że bierny nadzór wierzycielski polega raczej na oszacowaniu i śledzeniu wartości zabezpieczenia niż na nadzorowaniu działań przedsiębiorstwa. Jest on zatem skuteczny, jeśli wartość i własność zabezpieczenia mogą być dokładnie ocenione przed zawarciem umowy kredytowej, a później kontrolowane przez bank oraz wtedy, gdy zagrożenie upadłością jest wiarygodne. Zakładając, że te warunki są spełnione bierny nadzór wierzycielski można traktować jako substytut czynnego nadzoru wierzycielskiego. Jednak w praktyce, w warunkach gospodarki rynkowej, nawet w pełni zabezpieczony kredyt bankowy wymaga czynnego nadzorowania jego wykorzystania przez kredytodawcę z uwagi na wysokie koszty związane z zaspokojeniem roszczenia z przedmiotu zabezpieczenia<sup>24</sup>.

#### 1.4. System finansowy kraju a nadzór nad przedsiębiorstwem

Przyjmując za kryterium rolę banków i rynku kapitałowego w nadzorze nad przedsiębiorstwem wyróżnia się w literaturze przedmiotu dwa modele: probankowy i prorynkowy<sup>25</sup>. Model probankowy<sup>26</sup>, w którym banki mają większe znaczenie niż rynek kapitałowy, traktuje się jako typowy dla Japonii i Niemiec. Natomiast w modelu prorynkowym<sup>27</sup>, który rozwinął się w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii, głównym mechanizmem nadzoru nad przedsiębiorstwem jest rynek kapitałowy.

---

<sup>23</sup> La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.: *Law and Finance*, „Journal of Political Economy”, 106, 1998.

<sup>24</sup> B. Holmstrom, Tirole J.: *Financial Intermediation and the Real Sector*, Centre for Economic Policy Research, 1993 cytowane za Berglof E.: *Corporate Governance in Transition Economies: The Theory and Its Policy Implications*, World Bank Working Paper, Washington, D.C., 1994 oraz Baer, H.L., Gray C.W.: *Debt as a control device in transitional economies: The experiences of Hungary and Poland*, [w:] Frydman R., Gray Ch., Rapaczyński A.: *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, Budapest: Central European University Press, 1996.

<sup>25</sup> Z ang. *bank-based and market-based financial systems*. Najbardziej aktualne publikacje dotyczące porównania systemów finansowych patrz: Allen F., Gale D.: *Comparing Financial Systems*, ..., *op. cit.*, Demirguc A., Levine R.: *Financial structure and economic growth, a cross-country comparison of Banks, Markets, and Development*, The MIT Press, Cambridge, 2001, oraz Levine R.: *Bank-based or Market-based Financial System: which is better*, National Bureau of Economic Research, 2002.

<sup>26</sup> System ten w literaturze jest również określany jako niemiecko-japoński, kontynentalny lub reński.

<sup>27</sup> Znany jest w literaturze jako anglo-amerykański lub anglosaski.

Zagadnienie, który z systemów finansowych: probankowy czy prorynkowy determinuje bardziej efektywny nadzór, było i jest tematem burzliwych dyskusji w literaturze przedmiotu<sup>28</sup>. Zwolennicy systemu probankowego podkreślają istotne znaczenie banku w ograniczaniu asymetrii informacji między nim a przedsiębiorstwem, co warunkuje efektywną zarówno alokację kapitału, jak i kontrolę nad nim. Kredytodawcy otrzymują wewnętrzne informacje o kredytobiorcy w trakcie trwania umowy, śledząc wykorzystanie pożyczonych środków finansowych<sup>29</sup> oraz stosując instrumenty do kontroli ryzyka i zarządzania nim<sup>30</sup>.

Stworzenie warunków do funkcjonowania nadzoru wierzycielskiego, jak podkreśla O. Williamson<sup>31</sup>, jest mniej kosztowne, niż wykształcenie instytucjonalnego otoczenia systemu nadzoru, w którym rynek kapitałowy odgrywa główną rolę. Bank systematycznie śledzi wykorzystanie kredytu przez przedsiębiorstwo i dzięki temu posiada informacje o działalności kredytobiorcy nieosiągalne dla akcjonariuszy. Ponadto, przejmuje kontrolę nad dłużnikiem dopiero wtedy, gdy kredytobiorca nie jest zdolny do terminowego uregulowania zobowiązań. Jeśli przedsiębiorstwo nie ma problemów finansowych, to bank nie podejmuje żadnych działań, a zatem nie przeznaczają żadnych nakładów: finansowych czy ludzkich na kontrolowanie kredytobiorcy. Oznacza to, że sprawowanie nadzoru wierzycielskiego zależy od możliwości egzekwowania umowy kredytowej. Z kolei nadzór właścicielski, w przypadku gdy rynek kapitałowy nie jest dobrze rozwinięty, polega na dyskrecyjnej władzy rady nadzorczej. Dlatego zdaniem O. Williamsona umowa kredytowa jest kontraktem, który bardziej niż kontrakt menedżerski obniża koszty transakcyjne związane z egzekwowaniem warunków umowy między dostarczycielem kapitału a przedsiębiorstwem.

Niektórzy badacze przywiązują ogromną wagę do postępowania upadłościowego jako ostatecznego mechanizmu nadzoru wierzycielskiego nad przedsiębiorstwem. Obawa przed przejściem przez kredytodawców kontroli nad przedsiębiorstwem, do którego nieuchronnie dochodzi w rezultacie postępowania upadłościowego, skłania dłużnika do efektywnej alokacji zasobów finansowych<sup>32</sup>.

---

<sup>28</sup> Przegląd literatury zamieszczony jest w następujących publikacjach: F. Allen i D. Gale Patrz: *Comparing Financial Systems*, MIT Press, ..., op. cit., Demircuc A., Levine R.: *Financial structure and economic growth, a cross-country comparison of Banks, Markets, and Development*, ...op. cit., oraz Levine R.: *Bank-based or Market-based Financial System: which is better*, ..., op. cit.

<sup>29</sup> Diamond D.: *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, „Review of Economic Studies”, Vol. 51, 1984.

<sup>30</sup> Ramakrishnan R., Thakor A.: *Information reliability and a theory of financial intermediation*, „Review of Financial Studies”, 51, 1984.

<sup>31</sup> Williamson O.: *Corporate Finance and Corporate Governance*, „Journal of Finance”, July, 1988.

<sup>32</sup> Ramakrishnan R., Thakor A.: *Information...*, op. cit., Boyd J., Prescott E.: *Financial Intermediary Coalitions*, „Journal of Economic Theory”, 38, 1986, oraz Dewatripont M., Tirole J.: *A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence*, „Quarterly Journal of Economics”, 1994.

Krytycy systemu probankowego wskazują, że rynek kapitałowy najskuteczniej pobudza menedżerów, aby działali w interesie podmiotów dostarczających kapitał. Mogą oni szybko i bez ponoszenia kosztów – pod warunkiem, że rynek kapitałowy jest duży i płynny – sprzedać akcje, jeśli nie są zadowoleni z działań kadry menedżerskiej. Masowe pozbywanie się akcji przedsiębiorstwa prowadzi do spadku ich ceny. W efekcie, jest możliwe wrogie przejęcie przedsiębiorstwa, wskutek czego najczęściej menedżerowie tracą pracę<sup>33</sup>.

Ponadto, zwolennicy systemów prorynkowych poddają w wątpliwość zalety zaangażowania się banków w nadzór nad przedsiębiorstwem. Zwracają uwagę, że wpływowe banki, których działalność kredytowa i kapitałowa jest regulowana w niewielkiej mierze przez prawo, mogą wchodzić w zmwowę z kadrami menedżerską dłużnika i w ten sposób utrudniać nadzór nad przedsiębiorstwem<sup>34</sup>.

W ostatnich kilku latach zakwestionowano znaczenie różnic w strukturze systemu finansowego dla efektywności nadzoru nad przedsiębiorstwem, wskazując, że obie instytucje – rynek kapitałowy i banki – zostały powołane w celu naprawienia niedoskonałości rynku, na którym spotykają się dostawcy i nabywcy kapitału<sup>35</sup>.

R. La Porta i inni<sup>36</sup> wskazują, że zmienną egzogeniczną, determinującą strukturę systemu finansowego – a w konsekwencji typ systemu nadzoru nad przedsiębiorstwem – jest geneza całości uregulowań prawnych obowiązujących w danym kraju. Wyróżniają trzy podstawowe systemy prawne, wedle jego genezy: angielskie prawo zwyczajowe (niestanowione) oraz niemieckie i francuskie prawo skodyfikowane (stanowione). Od genezy uregulowań prawnych zależy stopień ochrony praw akcjonariuszy i kredytodawców, który z kolei decyduje o rozwoju rynków kapitałowych na świecie, o skon-

---

<sup>33</sup> Przegląd literatury zarówno teoretycznej, jak i empirycznej dotyczącej rynku kapitałowego jako mechanizmu nadzoru nad przedsiębiorstwem opracowali Shleifer A., Vishny R.: *Survey on corporate governance*, ..., op. cit., a później Becht M., Bolton P., Röell A.: *Corporate Governance and Control*,..., op. cit. Jako pionierskie prace na ten temat traktuje się: Jensen M., Ruback R.: *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics”, 11, 1983 oraz Franks J., Mayer C.: *Takeovers: Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK*, „Economic Policy: A European Forum”, 10, 1990.

<sup>34</sup> Johnson S., La Porta R., de-Silanes L., Shleifer A.: *Tunneling*, „American Economic Review Papers and Proceedings”, 2000.

<sup>35</sup> Levine R.: *Financial development and economic growth: Views and agenda*, „Journal of Economic Literature”, 35, 1997, oraz La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.: *Law and Finance*,..., op. cit., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.: *Investor protection and corporate governance*, „Journal of Financial Economics”, 58, 2000 oraz Rajan R., L. Zingales L.: *Banks and Markets: the Changing Character of European Finance*, National Bureau of Economic Research, 2003.

<sup>36</sup> La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.: *The legal determinants of external finance*, „Journal of Finance” 52, 1997, La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.: *Law and Finance*, ..., oraz La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.: *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*, National Bureau of Economic Research, 2000.

centrowaniu praw własności i o dostępności kredytu bankowego dla finansowania przedsiębiorstw. Wyniki badań empirycznych autorów przeprowadzone dla 49 krajów w oparciu o dane z roku 1993, pokazują, że najlepsza ochrona prawna jest zapewniona kredytodawcom i akcjonariuszom w krajach, których prawo wywodzi się z angielskiego prawa zwyczajowego. Najslabiej chronione są prawa dostarczycieli finansowania w krajach, których system prawny ma korzenie we francuskim prawie cywilnym. Niemieckie prawo skodyfikowane zapewnia im lepszą ochronę niż francuskie prawo cywilne, ale gorszą niż prawo zwyczajowe.

Autorzy formułują również wniosek, że prawa kredytodawców są skuteczniej chronione niż prawa akcjonariuszy w krajach o niższym PKB na mieszkańca, ponieważ uregulowania prawne stwarzają dogodne warunki do udzielania przez banki zabezpieczonych kredytów, kompensując w ten sposób brak alternatywnych źródeł finansowania przedsiębiorstw. Jest to bodziec dla banków do dostarczania przedsiębiorstwom środków finansowych poza poziom obserwowany na słabo rozwiniętym rynku kapitałowym.

Podobne wyniki badań otrzymał R. Levine<sup>37</sup>, który również poddał analizie empirycznej zależność między systemem prawnym i regulacyjnym (z ang. *legal and regulatory*) a strukturą systemu finansowego, korzystając z danych za lata 1960-1989 dla tych samych 49 krajów co R. La Porta i inni. Autor zwrócił uwagę, że kraje, których prawo bardziej chroni kredytodawców niż akcjonariuszy i jednocześnie zapewnia sprawne egzekwowanie warunków umowy kredytowej, posiadają lepiej rozwinięty system bankowy niż rynek kapitałowy.

Teza R. La Porty i innych wzbudziła zainteresowanie ekonomistów, nie tylko zyskując wielu zwolenników, ale stając się również przedmiotem krytyki. Jej przeciwnicy twierdzili, że system prawa odzwierciedla politykę gospodarczą kraju<sup>38</sup>, od której zależy typ systemu finansowego – w konsekwencji systemu nadzoru nad przedsiębiorstwem – oraz ich ewolucja<sup>39</sup>. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na szeroko omawianą i czę-

---

<sup>37</sup> Levine R.: *The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth*, „Journal of Money, Credit and Banking”, 30, 1998 oraz Levine R.: *Law, Finance, and Economic Growth*, „Journal of Financial Intermediation” 8, 1999.

<sup>38</sup> Niektórzy badacze podkreślają, że kultura i religia ma wpływ na system prawny, patrz: Stulz R., Williamson R.: *Culture, openness, and finance*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2001.

<sup>39</sup> Niektórzy badacze podkreślają również, że wyniki badań R. La Porty i innych nie są użyteczne dla krajów postsocjalistycznych i rozwijających się, w których problemem jest egzekwowanie prawa. W niedojrzałych gospodarkach rynkowych system prawa – a właściwie jego geneza – nie ma tak istotnego znaczenia, jak usprawnienie egzekwowania prawa. Patrz: Berglof E., Von Thadden E.L.: *The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries*, Stockholm School of Economics, Stockholm, 1999 oraz Acemoglu D., Johnson S., Robinson J.: *The colonial origins of comparative development: an empirical study*, „American Economic Review”, 91, 2001.

sto przywoływaną w dyskusjach pracę M. Roe'a<sup>40</sup>, który analizował, jak zmiany legislacji w Stanach Zjednoczonych w XX wieku systematycznie uniemożliwiały bankom i innym instytucjom finansowym zaangażowanie się w aktywny nadzór nad przedsiębiorstwem. Autor wskazywał raczej na politykę niż na ekonomiczną efektywność jako na czynnik determinujący normy kodeksu handlowego.

W 2003 roku dwaj wybitni ekonomiści, R. Rajan i L. Zingales<sup>41</sup>, przeprowadzając analizy empiryczne na podstawie danych z różnych lat z okresu 1913-1999 dla 24 krajów, zweryfikowali tezę, że proces polityczny, wpływając na zmiany legislacji, dostosowuje system finansowy, a zatem i system nadzoru nad przedsiębiorstwem, do interesów silnych grup. Autorzy wskazali również na zależność między otwarciem gospodarki, szczególnie liberalizacją handlu i przepływów kapitałowych, a wzrostem znaczenia rynku kapitałowego w strukturze systemu finansowego.

Z kolejnych rozważań R. Rajana i L. Zingalesa<sup>42</sup> wynika, że prorynkowy system finansowy – a więc i system nadzoru nad przedsiębiorstwem – sprawdza się lepiej niż system probankowy w gospodarkach, w których rynki i firmy są większe, egzekwowanie prawa i dostęp do informacji gospodarczych nie stanowi problemu, a innowacje technologiczne są rewolucyjne.

Lepiej rozwinięty system bankowy niż rynek kapitałowy jest bardziej korzystny dla gospodarek, w których dominują małe i średnie przedsiębiorstwa, konieczne są intensywne nakłady finansowe na ich rozwój, regulacje są mało przejrzyste, oraz egzekwowanie prawa jest trudne. W takich warunkach gospodarczych nadzór sprawowany przez bank jest bardziej efektywny niż rynkowe mechanizmy nadzoru, ponieważ wykorzystuje rozwiązania polegające na wewnętrznym rozstrzygnięciu rozbieżności interesów pomiędzy nim a kadrą menedżerską dłużnika, dzięki uprzywilejowanemu dostępowi do informacji o przedsiębiorstwie.

Na koniec w oparciu o analizy R. Rajana i L. Zingalesa można wysunąć wniosek, że jest ekonomicznie uzasadnione, aby na początku rozwoju gospodarki rynkowej wykształcił się probankowy system nadzoru nad przedsiębiorstwem, który wraz z umocnieniem się gospodarki rynkowej przeobrażał się w prorynkowy. Opisana sekwencja zdarzeń przypomina to, co się dzieje od zakończenia II wojny światowej z japońskim systemem nadzoru nad przedsiębiorstwem, w którym banki początkowo odgrywały istotną rolę, ale od lat 90. ich znaczenie stopniowo maleje na rzecz rynku kapitałowe-

---

<sup>40</sup> Roe M.: *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, N.J., 1994.

<sup>41</sup> Rajan R., Zingales L.: *The Great Reversals: Politics of Financial Development in the 20th Century*, „Journal of Financial Economics”, 2003.

<sup>42</sup> Rajan R., Zingales L.: *Banks and Markets: the Changing Character of European Finance*, op. cit.

go. Nie znajduje ona potwierdzenia przy analizie niemieckiego systemu nadzoru nad przedsiębiorstwem, którego centralnym elementem od dawna pozostają banki. Ponadto, trudno zgodzić się z tym, że systemy finansowe – a w konsekwencji systemy nadzoru nad przedsiębiorstwem – krajów rozwijających się są zawsze zdominowane przez sektor bankowy. Do empirycznych aspektów roli banków w nadzorowaniu przedsiębiorstw jeszcze powrócimy w dalszych rozdziałach książki.

## Rozdział II

# Teoretyczne podstawy analizy nadzoru wierzycielskiego: nowa ekonomia instytucjonalna

### 2.1. Ogólne znaczenie nowej ekonomii instytucjonalnej dla badań nad nadzorem wierzycielskim

Podstawę analizy teoretycznej, przedstawionej w niniejszym rozdziale, stanowi nowa ekonomia instytucjonalna (*New Institutional Economics*)<sup>43</sup>. Ekspozuje ona znaczenie instytucji, które – jak widać z poprzedniego rozdziału – są centralną zmienną w definicjach ładu korporacyjnego. Warto zatem na wstępie wyjaśnić pojęcie instytucji. Przedstawiciele nowej ekonomii instytucjonalnej rozumieją je dość szeroko, stwierdzając, że są to „zasady gry”, lub mówiąc w sposób bardziej formalny, wszelkie ograniczenia, które stworzyli ludzie, aby kształtować interakcje zachodzące między nimi<sup>44</sup>. Wyróżnia się formalne (reguły ustanowione przez prawo) i nieformalne instytucje (normy zwyczajowe). Nadrzędną ich rolą jest redukcja niepewności poprzez ukształtowanie trwałych reguł dla zachowań ludzi i podmiotów gospodarczych.

Korzystanie z dorobku nowej ekonomii instytucjonalnej wiąże się również z wysoką kompleksowością zagadnienia nadzoru nad przedsiębiorstwem, która uniemożliwia zamknięcie i omówienie go w głównym nurcie teorii ekonomii. Mimo że nowa ekonomia instytucjonalna stanowi kontynuację i rozwinięcie tradycyjnej, neoklasycznej teorii ekonomii otwarta jest również na inne dziedziny nauki, w szczególności prawo i teorię organizacji.

---

<sup>43</sup> Właściwa nazwa brzmi nowa ekonomia instytucjonalna (NEI), którą zaproponował O. Williamson dla odróżnienia tego kierunku od podejścia reprezentowanego przez kontynuatorów kierunku zapoczątkowanego przez J. Commonsą czy W. Mitchella. Patrz: Coase R.: *The New Institutional Economics*, „The American Economic Review”, 88, 1998. J. Commonsą, W. Mitchella, oraz T. Veblena, J. Galbraitha oraz G. Myrdala uważa się za najwybitniejszych przedstawicieli ekonomii instytucjonalnej, która przeżywała okres rozkwitu na przełomie XIX i XX wieku. Mimo że instytucjonalści są dość zróżnicowaną grupą badaczy, wszyscy zwracali uwagę na znaczenie uwarunkowań politycznych i społecznych dla analizy zjawisk ekonomicznych. Jednocześnie reprezentowali bardzo krytyczny stosunek do ekonomii neoklasycznej i jej poprzedników. Por: Wilkin J.: *Jaki kapitalizm, jaka Polska?* Wydawnictwo Naukowe, PWN, 1995.

<sup>44</sup> North D.: *Institutions, Institutional change and economic performance*, The Cambridge University Press, 1990, str. 3-4, 68.

Warto zwrócić uwagę na podstawowe założenia ekonomii neoklasycznej, które utrudniają analizę relacji między bankiem-kredytodawcą a przedsiębiorstwem-dłużnikiem. Główny zarzut dotyczy pojmowania rynku jako jedynego determinantu zachowania przedsiębiorstwa. Rozumiany jest on wąsko jako miejsce gry podaży i popytu, w wyniku której ustala się stan równowagi (*equilibrium*). Równowaga jest naturalnym stanem, a zakłócenia uruchamiają mechanizm adaptacyjny. Instrumentem regulacji działań podmiotów jest wyłącznie informacja cenowa, generowana przez rynek bezpłatnie. Popyt na dobra rzadkie może być określany tylko przez dwa parametry: cenę i ilość<sup>45</sup>.

Badacze kładą nacisk na mechanizm cen oraz wielkość wykorzystanych nakładów i wytworzonych produktów. Oznacza to, że przedsiębiorstwo postrzega się jako „czarną skrzynkę”. Abstrahuje się od wewnętrznej organizacji firmy, koordynacji jego wewnętrznych procesów i kontroli nad nim, które wpływają na jego działalność. Traktuje się podmiot gospodarczy jako jednoosobowego decydenta, nie uwzględniając interesów różnych grup, które związane są z jego funkcjonowaniem, takich jak: właścicieli czy udziałowców, menedżerów, kredytodawców, pracowników, przedstawicieli rządu czy lokalnej społeczności<sup>46</sup>.

W drugim zasadniczym założeniu ekonomii neoklasycznej przyjmuje się, że człowiek realizując własne cele, z których najważniejszym jest maksymalizacja użyteczności, postępuje racjonalnie. Jest to możliwe tylko wtedy, gdy dysponuje pełną, darmową informacją, a koszty jej przetwarzania, podejmowania decyzji oraz wymiany dóbr i usług są zerowe<sup>47</sup>. Oznacza to, że założenia behawioralne, z całą ich złożonością psychologiczną i socjologiczną, nie były przedmiotem szczegółowej analizy, ani też badań empirycznych przedstawicieli ekonomii neoklasycznej<sup>48</sup>.

Ostatnie podstawowe założenie ekonomii neoklasycznej dotyczy koncepcji przedsiębiorstwa. Przedstawia się go jako kierującego się zasadą maksymalizacji zysku, co budzi zastrzeżenia, a na co zwrócili szczególną uwagę przedstawiciele nowej ekonomii instytucjonalnej. Są oni zainteresowani procesami zachodzącymi wewnątrz firmy, a w szczególności podziałem kompetencji i charakterem stosunków między kadrą menedżerską, która jest organem podejmującym większość decyzji, rozporządzając jego

---

<sup>45</sup> Eggertsson T.: *Economic behavior and institutions*, Cambridge University Press, 1990.

<sup>46</sup> Furubotn E., Richter R.: *Institutions and Economic Theory, The Contribution of the New Institutional Economics*, The University of Michigan Press, 1997.

<sup>47</sup> Begg D., Fischer S., Dornbusch R.: *Mikroekonomia*, PWE, 1984.

<sup>48</sup> Jako pierwszy założenia behawioralne w analizach ekonomicznych przyjął H. Simon, Patrz: Simon H.: *Models of Man*, New York, Wiley, 1957. Wkrótce potem R. Cyert i J. March opublikowali artykuł: *A Behavioral Theory of the Firm*, „Prentice-Hall, Englewood Cliffs, Nowy Jork, 1963, który stanowi fundament behawioralnej teorii przedsiębiorstwa. Szerzej na temat dyspozycji ludzkich w literaturze polskiej zob. Balcerowicz L.: *Systemy gospodarcze. Elementy analizy porównawczej*, Szkoła Główna Planowania i Statystyki, 1989.