

Ekonomia

Nadzór korporacyjny a stabilność finansowa banków

Emilia Klepczarek



Nadzór korporacyjny a stabilność finansowa banków



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

Nadzór korporacyjny a stabilność finansowa banków

Emilia Klepczarek

Emilia Klepczarek – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41/43

RECENZENT

Maria Aluchna

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Ewa Sivińska

SKŁAD I ŁAMANIE

AGENT PR

PROJEKT OKŁADKI

Katarzyna Turkowska

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Depositphotos.com/JanPietruszka

© Copyright by Emilia Klepczarek, Łódź 2018

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2018

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.08708.18.0.M

Ark. wyd. 13,0; ark. druk. 13,25

ISBN 978-83-8142-265-9

e-ISBN 978-83-8142-266-6

<https://doi.org/10.18778/8142-265-9>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63

Mai i Remkowi

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział 1	
Nadzór korporacyjny w sektorze bankowym	13
1.1. Zakres definicyjny i teorie nadzoru korporacyjnego	13
1.1.1. Nadzór korporacyjny – definicja i istota pojęcia	13
1.1.2. Przegląd teorii nadzoru korporacyjnego	17
1.1.3. Teoria agencji jako dominująca koncepcja teoretyczna nadzoru z perspektywy sektora bankowego	24
1.1.4. Teoria interesariuszy w świetle doktryny banku jako instytucji zaufania publicznego	29
1.2. Specyfika nadzoru korporacyjnego w bankach	35
1.2.1. Rola banków i cele działalności jako determinanty uwarunkowań nadzoru korporacyjnego	35
1.2.2. Wybrane mechanizmy i instytucje nadzorcze w bankowości	39
1.2.2.1. Koncentracja i struktura własności akcji	39
1.2.2.2. Rola, skład i kompetencje rady	44
1.2.2.3. Polityka kadrowa	51
1.2.2.4. Środowisko ujawnień w bankach polskich	58
1.2.2.5. Audyt wewnętrzny i zewnętrzny	62
1.2.2.6. Rynek kapitałowy jako zewnętrzny mechanizm nadzoru korporacyjnego	68
1.3. Podsumowanie	74
Rozdział 2	
Stabilność finansowa banku	77
2.1. Uwarunkowania stabilności finansowej instytucji sektora bankowego	77
2.1.1. Definicje i pomiar stabilności finansowej	77
2.1.2. Sieć bezpieczeństwa finansowego. Ujęcie normatywne	79
2.2. Adekwatność kapitałowa jako wyznacznik stabilności instytucji finansowych	86
2.2.1. Istota adekwatności kapitałowej	86
2.2.2. Kategorie kapitału bankowego	89
2.2.3. Ewolucja metod kalkulacji współczynnika wypłacalności na mocy regulacji bazylejskich	93
2.3. Podsumowanie	98

Rozdział 3

Determinanty stabilności i struktury kapitałowej przedsiębiorstw – przegląd literatury	101
3.1. Wprowadzenie	101
3.2. Mikroekonometria nadzoru w świetle studiów literaturowych	102
3.2.1. Skuteczność nadzoru korporacyjnego – najpopularniejsze obszary badawcze	102
3.2.2. Nadzór korporacyjny a wyniki przedsiębiorstw – ujęcie multisektorowe	103
3.2.2.1. Skład i wielkość rady nadzorczej	103
3.2.2.2. Koncentracja kapitału i rodzaj inwestora	114
3.2.2.3. Rynek kontroli nad korporacjami	120
3.2.2.4. Rotacja na stanowiskach kierowniczych	122
3.2.2.5. Wynagrodzenia menedżerów	124
3.3. Badania nad strukturą kapitałową przedsiębiorstw	126
3.3.1. Nadzór korporacyjny a struktura kapitału w przedsiębiorstwach niefinansowych	126
3.3.2. Determinanty struktury kapitału w podmiotach sektora bankowego	127
3.3.2.1. Determinanty tradycyjnych wskaźników kapitału	127
3.3.2.2. Determinanty wskaźników adekwatności kapitałowej	129
3.4. Podsumowanie	134

Rozdział 4

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego a stabilność polskich banków publicznych – wyniki badań własnych	137
4.1. Problemy metodologiczne w badaniach nad skutecznością nadzoru korporacyjnego	137
4.1.1. Struktura akcjonariatu a dobór zmiennych	137
4.1.2. Ekonometria nadzoru – problematyka konstruowania modeli ekonometrycznych	139
4.2. Ogólna charakterystyka badań	142
4.3. Wybrane aspekty nadzoru korporacyjnego i wyptalność polskich banków publicznych	143
4.3.1. Rady nadzorcze w polskich bankach publicznych	143
4.3.2. Struktura właścicielska banków notowanych na GPW	151
4.3.3. Osoba prezesa i wynagrodzenie kadry kierowniczej polskich banków publicznych	155
4.3.4. Współczynnik wyptalności	162
4.4. Determinanty stabilności – analiza ekonometryczna	165
4.4.1. Opis populacji	165
4.4.2. Charakterystyka zmiennych i przewidywane zależności	165
4.4.3. Statystyki opisowe i korelacja zmiennych	170
4.4.4. Specyfikacja modelu ekonometrycznego	175
4.4.5. Testowanie poprawności modelu	176
4.4.6. Interpretacja wyników	176
4.5. Podsumowanie	178
Zakończenie	183
Bibliografia	187
Spis tabel	209
Spis rysunków i wykresów	211

Wstęp

Stabilność podmiotów sektora finansowego jest we współczesnym świecie warunkiem koniecznym niezakłóconego funkcjonowania mechanizmów gospodarczych. Większość modeli biznesowych przedsiębiorstw, polityka makroekonomiczna państw i jednostek samorządowych oraz decyzje konsumpcyjne gospodarstw domowych w wielu przypadkach uwzględniają finansowanie się długiem. Powyższe sprawia, że bezpieczeństwo instytucji należących do sektora bankowego staje się kwestią newralgiczną z punktu widzenia zaspokajania potrzeb kapitałowych pozostałych uczestników rynku.

Stabilność finansowa banków została silnie zachwiana podczas globalnego kryzysu finansowego w latach 2008–2010. Spektakularny upadek banku Lehman Brothers, zagrożenie upadłością i nacjonalizacje innych potentatów w sektorze finansowo-ubezpieczeniowym oraz szeroko zakrojone programy pomocowe uruchamiane przez rządy kolejnych państw sprawiły, że obowiązująca przez lata doktryna banku jako instytucji zaufania publicznego została podważona. Uspołecznienie strat wynikających z podejmowania nadmiernego ryzyka wywołało szereg oskarżeń pod adresem banków, które wymierzone były głównie w stronę ich rad i zarządów.

Powyższe spostrzeżenia rodzą naturalne pytanie o możliwości i zakres wpływu instytucji nadzoru korporacyjnego na stabilność finansową banków. Postulowane przez międzynarodowe i krajowe organy sieci bezpieczeństwa finansowego działania stabilizujące w istotnej mierze koncentrują się właśnie na zmianach w obszarze standardów nadzorczych. Powoływanie komitetów w radach spółek, nowe wytyczne w zakresie konstrukcji systemów wynagradzania kadry kierowniczej, wzmacnianie niezależności rad – stanowią wybrane przykłady działań, które poprawić mają funkcjonowanie mechanizmów *corporate governance*, a tym samym ograniczyć prawdopodobieństwo podejmowania nadmiernego ryzyka przez banki. Działalność międzynarodowych i krajowych regulatorów wspierana jest dodatkowo inicjatywami środowiskowymi, których wynikiem jest powstawanie i nowelizowanie kodeksów dobrych praktyk, rekomendacji i zaleceń.

W obliczu opisanych uwarunkowań instytucjonalnych powstaje, zdaniem autorki, potrzeba empirycznej weryfikacji założenia o istotnym oddziaływaniu określonych standardów nadzorczych na stabilność finansową podmiotów sektora

bankowego. Intuicyjne przekonanie o tym, że „lepszy nadzór poprawia bezpieczeństwo banku”, wymaga potwierdzenia na gruncie badań naukowych. Tymczasem w literaturze krajowej i zagranicznej występuje swoista luka badawcza. Przeprowadzone badania koncentrują się przede wszystkim na wpływie poszczególnych standardów na efektywność podmiotów gospodarczych. Należy wprawdzie zauważyć, że zdolność do generowania zysku w pewnym zakresie determinuje bezpieczeństwo funkcjonowania przedsiębiorstwa, jednak szczególnie w instytucjach finansowych zysk należy postrzegać jako premię za ryzyko. Natomiast nadmierna ekspozycja na ryzyko naraża bank na potencjalne straty, których pokrycie może okazać się niemożliwe przy specyficznej strukturze pasywów cechującej się wysokim poziomem lewarowania.

Tego rodzaju konstatacje zainspirowały autorkę do zidentyfikowania kluczowego wskaźnika stabilności podmiotów w sektorze finansowym, którym jest wskaźnik adekwatności kapitałowej, a następnie empirycznej weryfikacji, czy jego poziom jest uzależniony od standardów *corporate governance*. Pokłosiem przeprowadzonych badań jest niniejsza monografia, którą uznać można za pozycję porządkującą i wzbogacającą dorobek teoretyczny i empiryczny odnoszący się do problematyki nadzoru korporacyjnego w sektorze finansowym. Głównym celem prezentowanego opracowania jest ocena oddziaływania wybranych standardów nadzoru korporacyjnego na stabilność finansową banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2005–2015.

Książka składa się z czterech rozdziałów. Rozdział pierwszy poświęcono kwestiom związanym z nadzorem korporacyjnym i jego specyfiką w podmiotach sektora finansowego. W pierwszej kolejności autorka dokonała przeglądu ujęć definicyjnych terminów związanych z *corporate governance* oraz przedstawiła wybrane teorie nadzoru, w tym w szczególności teorię agencji i teorię interesariuszy. Scharakteryzowała przy tym istotę konfliktów agencyjnych i grup interesariuszy specyficznych dla podmiotów funkcjonujących w sektorze usług finansowych. W dalszej kolejności opisano wybrane standardy nadzorcze, z których część została następnie wykorzystana w rozdziale empirycznym (czwartym) do konstrukcji zmiennych objaśniających użytych w modelu ekonometrycznym.

W rozdziale drugim skoncentrowano się na analizie zagadnień związanych ze stabilnością banków. Autorka podjęła próbę zdefiniowania pojęcia stabilności finansowej, a następnie wskazania podmiotów tzw. sieci bezpieczeństwa finansowego, których podstawowym zadaniem jest stanie na straży stabilności w systemie finansowym. Dalszą część rozdziału poświęcono przybliżeniu idei adekwatności kapitałowej, jako że z przedstawionych analiz wynika jednoznacznie, że organy sieci bezpieczeństwa w znacznej mierze warunkują stabilność finansową banków ich adekwatnym wyposażeniem w kapitał.

Rozdział trzeci poświęcony został przeglądowi dotychczasowego empirycznego dorobku naukowego w zakresie badań nad skutecznością mechanizmów *corporate governance* oraz determinantami struktury kapitałów w bankach. W pierwszej ko-

lejności zaprezentowano badania nad wpływem nadzoru korporacyjnego na efektywność spółek, co stanowi najpopularniejszy kierunek badawczy w tej dziedzinie. Charakterystyczną cechą tych badań jest podejście multisektorowe. Tylko nieliczne badania ograniczają się do sektora bankowego. Niewielka ich liczba dotyczy również oddziaływania nadzoru korporacyjnego na strukturę pasywów, co wydaje się tematyką najbardziej zbliżoną do problematyki badawczej podjętej w dalszej części monografii. Jednak znane autorce i przytoczone w rozdziale trzecim studia koncentrują się tylko na jednej mierze stabilności, jaką jest struktura finansowania, i nie odnoszą się do sektora bankowego. Z kolei te badania, które mają na celu określenie determinantów współczynników wypłacalności, nie uwzględniają mechanizmów *corporate governance*. Tego rodzaju spostrzeżenia pozwalają na konstatację, że przedstawiona analiza piśmiennictwa dowodzi słabego rozpoznania problematyki wpływu mechanizmów nadzoru na adekwatność kapitałową.

W czwartym rozdziale zaprezentowano wyniki badań własnych. Na wstępie przedstawione zostały problemy metodologiczne w badaniach nad nadzorem, które autorka skonfrontowała z przeprowadzoną w dalszej części analizą ekonometryczną. Obejmowała ona skonstruowanie modelu, w ramach którego zweryfikowano wpływ wybranych standardów *corporate governance* na stabilność banków mierzoną za pomocą wskaźnika adekwatności kapitałowej. Badania przeprowadzono na podstawie danych odnoszących się do banków notowanych na GPW w latach 2005–2015. Wybrany przedział czasowy pozwolił na zobrazowanie sytuacji sektora bankowego w okresie przed, w trakcie i po globalnym kryzysie finansowym. W odniesieniu do ostatecznej postaci modelu przeprowadzono testy poprawności oszacowań, a następnie zaprezentowano wyniki analizy ekonometrycznej oraz zinterpretowano otrzymane wartości.

Książkę kończy podsumowanie, w którym przedstawione zostały najważniejsze wnioski z przeprowadzonych analiz i badań empirycznych. Dowodzą one istotności oddziaływania mechanizmów nadzorczych na bezpieczeństwo funkcjonowania banków publicznych w Polsce. Stać się mogą tym samym przyczynkiem do dyskusji nad zasadnością forsowania poszczególnych regulacji nadzorczych. Mogą również stanowić głos w dyskusji nad przyczynami względnej odporności polskich banków na turbulencje na światowych rynkach finansowych.

Rozdział 1

Nadzór korporacyjny w sektorze bankowym

1.1. Zakres definicyjny i teorie nadzoru korporacyjnego

1.1.1. Nadzór korporacyjny – definicja i istota pojęcia

Próby przetłumaczenia na język polski angielskiego terminu „*corporate governance*” napotykać szereg trudności definicyjnych i semantycznych. Szeroki kontekst znaczeniowy oraz brak polskiego odpowiednika słowa „*governance*”, którego najbardziej powszechne tłumaczenie (‘nadzór’) nie oddaje w pełni jego angielskiego bogactwa pojęciowego, powodują, że w literaturze przedmiotu funkcjonuje wiele określeń odnoszących się do tej dziedziny wiedzy i praktyki gospodarczej.

Jak podkreśla M. Federowicz, poszukiwanie polskojęzycznego określenia „*corporate governance*” nie sprowadza się do dywagacji czysto językowych¹. Sposób tłumaczenia przedmiotowego terminu może ukierunkować odbiorcę na określony rodzaj refleksji nad rozwiązaniami instytucjonalnymi i podkreślać istotną rolę mechanizmów nadzoru i kontroli bądź koncentrować się na celu – ładzie i porządku organizacyjnym, które wspomniane mechanizmy mają implikować.

Stosowane coraz rzadziej w polskim piśmiennictwie sformułowanie „nadzór właścicielski” sprowadza rozumienie tego pojęcia do charakterystyki relacji między formalnymi właścicielami a kadrą kierowniczą i odzwierciedla pierwotny obszar zagadnień analizowanych w ramach *corporate governance*. Przez A. Shleifera

1 M. Federowicz, *Corporate governance – nadzór nie tylko właścicielski. Relacje między kontrolą nad zarządzaniem a systemem instytucjonalnym w Polsce*, [w:] S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 25.

i R. Vishny'ego został on określony jako „sposoby, w jaki dostawcy kapitału do korporacji zapewniają sobie uzyskanie zwrotu z ich inwestycji”².

Istotne poszerzenie zakresu analizowanych w ramach *corporate governance* zagadnień o kwestie związane z oddziaływaniem innych niż właściciele i menedżerowie grup interesów znalazło swoje odzwierciedlenie w kolejnych definicjach oraz polskich odpowiednikach pojęcia. Uważany za pioniera koncepcji tzw. dobrych praktyk korporacyjnych A. Cadbury określił *corporate governance* mianem „systemu, przez który spółki są prowadzone i kontrolowane”³, nie ograniczając podmiotów sprawujących owo prowadzenie i kontrolę wyłącznie do kapitałodawców. Problem nadzoru i kontroli zaakcentowany jest również w definicji M. Blaira, zgodnie z którą *corporate governance* obejmuje

cały zestaw rozwiązań prawnych, kulturowych i instytucjonalnych, które określają, jak korporacje publiczne mają funkcjonować, kto je kontroluje, w jaki sposób ta kontrola jest sprawowana i jak alokowane są ryzyko oraz zyski z ich działalności⁴.

W odniesieniu do tak sformułowanego zakresu problematyki *corporate governance* za trafne należałoby uznać polskie określenie „nadzór korporacyjny”, które, użyte po raz pierwszy przez B. Wawrzyniaka⁵, upowszechniło się zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w „praktyce akademickiej”⁶. Posługują się nim na przykład: M. Jerzemowska⁷, I. Koładkiewicz⁸, T. Kulesza⁹, I. Postuła¹⁰, S. Rudolf i inni¹¹ oraz P. Urbanek¹².

Stosowanie pojęcia „nadzór korporacyjny” poszerza horyzont analityczny o możliwość uwzględnienia w nadzorowaniu i kontrolowaniu innych grup interesów, tj. pracowników, wierzycieli, klientów, dostawców, deponentów, kontrahentów lub instytucje rządowe. Jednak, jak zauważa J. Jeżak¹³, takie rozumienie ter-

2 A. Shleifer, R. Vishny, *A Survey on Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, s. 737–783.

3 A. Cadbury, *What Are the Trends in Corporate Governance? How Will They Impact Your Company?*, „Long Range Planning” 1999, no. 1, s. 12–19.

4 M. Blair, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brookings Institution Press, Washington 1995.

5 B. Wawrzyniak, *Nadzór korporacyjny: perspektywa badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2, s. 17–38.

6 Termin „nadzór korporacyjny” występuje w tytułach konferencji, nazwach przedmiotów lub kierunków studiów podyplomowych.

7 M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.

8 I. Koładkiewicz, *Nadzór korporacyjny, perspektywa międzynarodowa*, Poltext, Warszawa 2002.

9 T. Kulesza, *Nadzór korporacyjny a zarządzanie spółką kapitałową*, LexisNexis, Warszawa 2002.

10 I. Postuła, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013.

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

12 P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.

13 J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 119.

minu „*corporate governance*” jest nadal niewystarczające. Odwołuje się przy tym do prac R. Monksa i N. Minowa¹⁴, podkreślających istotę również innych – poza nadzorem i kontrolą – relacji pomiędzy różnymi uczestnikami rynku w ustalaniu kierunków i zasad działania korporacji.

Problematyka współzależności zewnątrz- i wewnątrz korporacyjnych zaakcentowana jest również w preambule do *Zasad nadzoru korporacyjnego OECD* określającej *corporate governance* jako „sieć relacji między kadrą zarządzającą spółek a ich organami zarządzająco-nadzorczyimi, współnikami/akcjonariuszami i innymi interesariuszami”¹⁵. J. Jeżak zwraca uwagę na istotność tych wzajemnych stosunków, szczególnie w kontekście erozji społecznego zaufania do biznesu i związanej z nią konieczności budowy społecznej odpowiedzialności korporacji wobec interesariuszy wewnętrznych (pracowników, akcjonariuszy, rad nadzorczych) oraz zewnętrznych (dostawców, klientów, wierzycieli, społeczności lokalnej itd.)¹⁶. Wobec tak ujętych wyzwań *corporate governance*, J. Jeżak proponuje posługiwanie się terminem „ład korporacyjny”, eksponującym ujęcie systemowe i podkreślającym konieczność uwzględnienia w analizie nie tylko procesów nadzorczych, ale również stopnia realizacji celów istotnych z punktu widzenia różnych grup interesariuszy. Terminem „ład korporacyjny” posługują się również instytucje nadzorujące rynek finansowy w Polsce¹⁷, akcentując tym samym spojrzenie na sektor usług finansowych przez pryzmat szerokiego grona interesariuszy i konieczność pogodzenia często rozbieżnych celów poszczególnych uczestników tego rynku.

M. Marcinkowska zauważa, że termin „ład” zniekształca ideę *corporate governance*, wskazując jedynie na pożądany efekt z pominięciem mechanizmów jego osiągnięcia¹⁸. Uznaje zatem za najtrafniejsze sformułowanie „władztwo korporacyjne”, przychylając się do zdania Cz. Mesjasza, że zachowuje ono spójność logiczną z szerokimi obszarami badawczymi, a przy tym nawiązuje do podziału występującego w dawnym języku polskim – władania przez właściciela oraz zarządzania przez wynajętego zarządcę¹⁹. Warto zauważyć, że termin „władztwo” wiąże się znaczeniowo z procesem decyzyjnym, do którego odnoszą się liczne współczesne definicje *corporate governance*. Zgodnie z ujęciem D. Larckera i B. Tayana, jest to

14 R.A.G. Monks, N. Minow, *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*, Blackwell, Cambridge 1996.

15 Organisation for Economic Cooperation and Development, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, 2004, s. 11.

16 J. Jeżak, *ład...*, s. 119.

17 Patrz np.: Komisja Nadzoru Finansowego, *Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*, Warszawa 2014; Komisja Europejska, *Zielona Księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego*, Bruksela 2011.

18 M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 47.

19 Cz. Mesjasz, *Teorie nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 13.

„zestaw mechanizmów kontrolnych, które dana organizacja przyjmuje, by zapobiegać lub zniechęcać menedżerów potencjalnie zorientowanych na własne cele do podejmowania działań szkodliwych dla dobra właścicieli i interesariuszy”²⁰. A. Todd z kolei wskazuje na cel *corporate governance*, jakim jest według niego kierowanie i kontrolowanie działań organizacji poprzez ustanowienie struktur, zasad i procedur podejmowania decyzji²¹.

W świetle przedstawionych ujęć definicyjnych i wieloaspektowego zakresu znaczeniowego pojęcia „*corporate governance*” rysują się, zdaniem autorki, trzy zasadnicze obszary, będące kluczowymi elementami analizy zjawisk w ramach tej problematyki²². Wiążą się one z ukierunkowaniem rozważań na procesy nadzoru i kontroli, istotności ładu i porządku w zakresie relacji między uczestnikami rynku oraz delegowania procesu decyzyjnego na poszczególnych szczeblach władzy. Tak zarysowana klasyfikacja zagadnień pozwala na przyporządkowanie do nich najbardziej odpowiedniego terminu nacechowanego adekwatnie znaczeniowo. Uznać można, że „nadzór właścicielski” kojarzy się z tradycyjnym oddzieleniem własności korporacji od zarządzania nią, „nadzór korporacyjny” implikuje konotacje z mechanizmami kontrolowania, „ład korporacyjny” – z relacjami rynkowymi i społecznymi, a „władztwo korporacyjne” – z procesem podejmowania decyzji (tabela 1). Należy jednak podkreślić, że wszystkie wymienione elementy wzajemnie się przenikają, oddziałując na siebie, stąd żadne z zaproponowanych tłumaczeń nie zostało jednoznacznie uznane za najtrafniejsze.

Tabela 1. *Corporate governance* – zakres znaczeniowy i odpowiadające mu polskie terminy

Termin	Kluczowy obszar analizy	Przykład ujęcia definicyjnego	Występowanie w polskim piśmiennictwie
1	2	3	4
Nadzór właścicielski	Relacja właściciel – menedżer	A. Shleifer i R. Vishny	S. Rudolf, K. Barwacz
Nadzór korporacyjny	Nadzór i kontrola	A. Cadbury, 1999	B. Wawrzyniak, M. Jerzemowska, I. Koładkiewicz, T. Kulesza, I. Postuła, S. Rudolf, P. Urbanek

20 D. Larcker, B. Tayan, *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, Pearson Education, Upper Saddle River 2011, s. 8.

21 A. Todd, *Corporate Governance Best Practices*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (eds), *Corporate Governance. A Synthesis of the Theory, Research and Practice*, Wiley, Hoboken 2010, s. 57–78.

22 Pierwsze zarysowane podejście, odwołujące się głównie do relacji właściciel–menedżer (charakteryzowane jako nadzór właścicielski), autorka uznaje za nieaktualne i nie poddaje go dalszej analizie.

1	2	3	4
Ład korporacyjny	Relacje z interesariuszami	R. Monks i N. Minow, 1996	J. Jeżak, D. Dobija i I. Koładkiewicz, KNF, KE
Władztwo korporacyjne	Proces decyzyjny i realizacja celów	D. Larcker i B. Tayan, 2011	Cz. Mesjasz, M. Marcinkowska, G. Domański

Źródło: opracowanie własne.

W dalszej części monografii przedstawione terminy będą używane zamiennie ze względu na analizę *corporate governance* jako pojęcia interpretowanego zarówno w sferze aktywności (nadzoru, kierowania, kontroli, podejmowania decyzji), jak i pożądaných efektów (relacji, ładu społecznego i celów badanych podmiotów). Względnie autorka będzie posługiwała się oryginalnym określeniem w języku angielskim, co również coraz częściej praktykowane jest w polskiej literaturze przedmiotu²³.

1.1.2. Przegląd teorii nadzoru korporacyjnego

Zasygnalizowane w poprzednim punkcie interdyscyplinarność i wielowymiarowość zagadnień związanych z nadzorem korporacyjnym, dynamiczne zmiany rzeczywistości gospodarczej oraz szybkie tempo rozwoju nauk, z dorobku których czerpią badacze systemów *corporate governance*, mają swoje odzwierciedlenie w szerokim *spectrum* teorii opisujących mechanizmy nadzorcze. Jak zauważa jednak Cz. Mesjasz, pomimo dużej uwagi, jaką poświęca się teoretycznym problemom władania korporacyjnego, dominującymi są raczej powierzchowne rozważania o charakterze interpretacyjnym²⁴. Natomiast A. Peszko stwierdza wręcz, iż „musimy zauważyć przygniatający badacza pluralizm w podejściach teoretycznych i olbrzymią różnorodność postulowanych kierunków doskonalenia instytucji nadzoru korporacyjnego”²⁵.

²³ Patrz np. M. Marcinkowska, *Corporate...*; A. Słomka-Gołębiowska, *Corporate Governance – banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2012; M. Aluchna, *Własność a corporate governance*, Poltext, Warszawa 2015.

²⁴ Cz. Mesjasz, *Teoretyczne podstawy władania korporacyjnego: Wprowadzenie*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 179.

²⁵ A. Peszko, *Rada nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2006, s. 131.

Dodatkowych trudności w kategoryzacji istniejących teorii przysparza obserwowany w literaturze zwrot ku podejściu neoinstytucjonalnemu, uwzględniający uchylenie neoklasycznych założeń upraszczających, co również przyczynia się do braku spójnej systematyki proponowanych koncepcji. J.B. Wolf na przykład klasyfikuje teorię agencji, teorię praw własności i teorię kosztów transakcyjnych jako zbiór teorii neoinstytucjonalnych²⁶. J. Jeżak teorię kosztów transakcyjnych zalicza obok teorii kontraktualnej do teorii instytucjonalnych²⁷. M. Aluchna z kolei w zaproponowanej typologii teorię instytucjonalną odróżnia od neoinstytucjonalnej, tej pierwszej nie przypisując żadnych subkategorii, a przy charakterystyce drugiej posługując się klasyfikacją J.B. Wolfa²⁸.

Interesującą klasyfikację proponuje P. Urbanek, dzieląc teorię nadzoru na ortodoksyjne i nieortodoksyjne²⁹. Teorie ortodoksyjne koncentrują się w tym ujęciu na relacjach wewnątrz korporacyjnych, występujących pomiędzy akcjonariuszami, menedżerami i pozostałymi interesariuszami korporacji. Do tej grupy teorii P. Urbanek zalicza więc teorię agencji, teorię służebności, teorię interesariuszy, teorię zasobową, teorię hegemonii menedżerskiej oraz teorię kosztów transakcyjnych. Teorie nieortodoksyjne traktują nadzór korporacyjny w szerszym ujęciu jako zjawisko społeczne i obejmują społeczną wersję teorii agencji (uchylającą założenie o oportunizmie menedżerów), teorię polityczną, teorię uwarunkowań kulturowych, teorię etyki i teorię legitymizacji.

Przy braku jednoznacznego stanowiska co do systematyzacji postulowanych idei rysuje się jednak zwrot od teorii agencji, uważanej za fundament nadzoru korporacyjnego³⁰, ku teorii interesariuszy (*stakeholders*) lepiej wpisującej się nurt Nowej Ekonomii Instytucjonalnej. Jak podkreśla S. Rudolf, rozumienie instytucji jako reguł gry ograniczających zachowania ludzi i organizacji implikuje spojrzenie na spółkę jako podmiot znajdujący się w sferze oddziaływania wielu interesariuszy (rynkowych, społecznych, politycznych)³¹, co skłaniać powinno do uwzględnienia tych oddziaływań przy analizie mechanizmów *corporate governance*.

Zdaniem autorki niniejszej monografii, obecna w literaturze krytyka teorii agencji nie osłabia leżących u jej podstaw głównych założeń wskazujących na ist-

26 J.B. Wolf, *The Effects of Agency Problems on the Financial Behavior, Performance and Efficiency of German Industrial Stock Corporations*, Peter Lang EuropaischerVerlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main 1999, s. 8.

27 J. Jeżak, *Ład...*, s. 159–163.

28 M. Aluchna, *Własność...*, s. 29–36.

29 P. Urbanek, *Teoretyczne aspekty ładu korporacyjnego*, [w:] A. Adamska, Cz. Mesjasz, P. Urbanek, *Ład korporacyjny. Władanie i kontrola w złożonym świecie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.

30 K.M. Eisenhardt, *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review” 1989, vol. 14, no. 1, s. 57–74.

31 S. Rudolf, *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 161–162.

nienie konfliktów pomiędzy różnymi grupami interesów (menedżerami, akcjonariuszami, wierzycielami itd.)³². Dlatego też za wartościową perspektywę badawczą autorka uznaje propozycję S. Letzy'go i X. Suna, którzy dwa dominujące stanowiska – teorię agencji (przedsiębiorstwo akcjonariuszy) i teorię interesariuszy (przedsiębiorstwo interesariuszy) – traktują jako konkurujące ze sobą paradygmaty nadzoru korporacyjnego³³. Natomiast uznając tezę T. Gospodarka, zgodnie z którą teoria władania korporacyjnego stanowi otwarty problem badawczy i zbiór paradygmatów cząstkowych³⁴, perspektywę agencji i interesariuszy potraktować można jako komplementarne paradygmaty cząstkowe, do których w mniejszym lub większym stopniu odnoszą się pozostałe teorie proponowane przez badaczy.

Jednak, aby zachować spójność z podejściem najczęściej prezentowanym w krajowym piśmiennictwie, w dalszej części książki teoria agencji i teoria interesariuszy będą traktowane jako równorzędne innym teorie. Z tego jednak względu, że uznawane są za dominujące³⁵, szczegółowa analiza z uwzględnieniem ich specyfiki odnoszącej się do podmiotów sektora bankowego zostanie przedstawiona w oddzielnych podrozdziałach (1.1.3 i 1.1.4).

U podstaw teorii agencji leżą dwa zasadnicze założenia – asymetria informacji i związane z nią ryzyko występowania zachowań oportunistycznych u menedżerów. Zwolennicy tej teorii silnie akcentują występowanie tzw. konfliktu agencyjnego generowanego przez rozbieżność interesów pryncypała (kapitałodawcy) oraz agenta wynajętego do zarządzania powierzonym mu kapitałem (menedżera). Ós konfliktu niekiedy przenosi się na inne grupy interesów w otoczeniu wewnętrznym i zewnętrznym spółki, rozszerzając znacznie zakres aplikacyjny teorii³⁶.

Na podstawie badań czynników psychologicznych i sytuacyjnych L. Donaldson wskazał, że relacja mocodawcy i zarządcy nie zawsze opiera się na konflikcie³⁷. Czerpiąc ze wzorca samorealizującego się menedżera zaproponowanego przez C. Argyrisa³⁸, zauważył, że istotnym czynnikiem determinującym zachowania menedżerów jest często dążenie do satysfakcji z dobrze wykonanej pracy. Sformułowana na podstawie tych spostrzeżeń teoria służebności (*stewardship theory*)

32 Szerzej na temat teorii agencji w podmiotach sektora bankowego oraz o jej krytyce w dalszej części pracy (podrozdz. 1.1.3).

33 S. Letza, X. Sun, *Corporate Governance: Paradigms, Dilemmas and Beyond*, „The Poznań University of Economics Review” 2002, vol. 2, no. 1, s. 43–65.

34 T. Gospodarek, *Modelowanie w naukach o zarządzaniu oparte na metodzie programów badawczych i formalizmie reprezentatywnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2009, s. 28–29.

35 Por. M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 48; C.W.L. Hill, T.M. Jones, *Stakeholder Agency Theory*, „Journal of Management Studies” 1992, vol. 29/2, s. 131–154.

36 Szerzej na ten temat – patrz podrozdz. 1.1.3.

37 L. Donaldson, *The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory*, „Academy of Management Review” 1990, vol. 15, no. 3, s. 369–381.

38 C. Argyris, *Organization Man: Rational and Self-actualizing*, „Public Administration Review” 1973, no. 4, s. 253–267.

eliminuje zatem problem agencji, widząc w menedżerach jednostki dążące do samorealizacji, osiągnięcia sukcesów i uznające etos pracy. Takie postawy czynią ich działania zgodnymi z interesem akcjonariuszy/udziałowców, stąd teoria stewarda przez niektórych badaczy uznawana jest za koncepcję odmienną w swoich założeniach od teorii agencji³⁹, inni natomiast traktują ją nie jako teorię alternatywną, tylko uzupełniającą⁴⁰. Jak zauważa J. Jeżak, aplikacja teorii służebności w praktyce korporacyjnej zależy w głównej mierze od podejścia właścicieli i tego, jak bardzo obawiają się oni realizacji partykularnych interesów przez naczelne kierownictwo spółki⁴¹.

Profesjonalizm i zaangażowanie menedżerów silnie akcentuje również teoria hegemonii menedżerskiej, zgodnie z którą faktyczna władza i pełna decyzyjność w spółce spoczywa w rękach menedżerów. Konstatacja powyższa jest rezultatem badań amerykańskich korporacji przeprowadzonych przez M.L. Mace'a, które dowiodły marginalnej roli innych organów nadzoru dla podejmowanych w firmie decyzji⁴². M.L. Mace określa zadania tych organów, a w szczególności rady, mianem „mitycznych”, to znaczy w rzeczywistości nie mających wpływu na losy spółki, sprowadzających się często do formalnego legitymizowania działań zarządu⁴³.

Znaczenie zasobów ludzkich, w tym również tych tworzących rady spółek, akcentuje teoria zasobowa. W swoich źródłach odnosi się wprawdzie do każdego rodzaju zasobów materialnych i niematerialnych w przedsiębiorstwie stanowiących o jego słałości lub przewadze konkurencyjnej⁴⁴, obecnie jednak w jej kontekście podkreśla się przede wszystkim znaczenie czynnika ludzkiego. Zgodnie z teorią zasobową, aktywa budujące siłę korporacji powinny być wartościowe, unikatowe i niemożliwe do substytucji, a takie warunki spełniają najczęściej wiedza, umiejętności, informacje, czyli czynniki związane z zasobami ludzkimi. Stąd nierzadko podkreślana rola tych zasobów, w tym w szczególności w odniesieniu do kadr menedżerskich i nadzorczych, posiadających określone kompetencje, doświadczenie i cechy osobowościowe.

Kolejne teorie – kosztów transakcyjnych, praw własności i teoria kontraktowa – autorka zalicza do grupy teorii instytucjonalnych, choć, jak wcześniej wspomniano, w piśmiennictwie brak jest jednoznacznego stanowiska porządkującego typologię koncepcji nadzoru. Zaliczenie wymienionych trzech do grupy teorii

39 J. Jeżak, *Ład...*, s. 148.

40 K. Postrach, *Teoria agencji a teoria stewarda w nadzorze korporacyjnym*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 289.

41 J. Jeżak, *Ład...*, s. 150.

42 M.L. Mace, *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston 1971.

43 Por. podrozdz. 3.2.3.1.

44 B. Werneloft, *A Resource-based View of the Firm*, „Strategic Management Journal” 1984, vol. 5(2), s. 111–180; J.B. Barney, *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, „Journal of Management” 1991, vol. 17(1), s. 99–120.

instytucjonalnych można uznać za uzasadnione oparciem ich głównych założeń na podejściu do koncepcji firmy zapoczątkowanej przez R. Coase'a, uznawanego za prekursora ekonomiczno-organizacyjnego nurtu teorii instytucjonalnych⁴⁵. Wskazał on, że występowanie pewnych kosztów, zwanych kosztami transakcyjnymi, przesądza o decyzjach dotyczących warunków kontraktowania poszczególnych przedsięwzięć w organizacji⁴⁶. Koncepcje R. Coase'a rozwinęli następnie A.A. Alchian i H. Demsetz⁴⁷ oraz O.E. Williamson⁴⁸, formułując teorię kosztów transakcyjnych, zgodnie z którą to koszty koordynacji i motywowania stają się głównym przedmiotem analizy, a transakcje zawierane są tam, gdzie tego rodzaju koszty są najniższe. Koszty transakcyjne powstają w wyniku formułowania, alokacji i transferu praw własności, a zbyt wysoki ich poziom, jak podkreśla M. Aluchna, prowadzić może do trudności lub wstrzymania wykonywania tych praw⁴⁹. Można zatem domniemywać, że istnieje pewna optymalna alokacja praw własności pozwalająca na najbardziej efektywne ich wykonywanie, czyli *de facto* minimalizację kosztów transakcyjnych. Wspomniana optymalna alokacja oraz motywacyjna rola praw własności stanowi przedmiot analizy teorii praw własności opisywanej przez A.A. Alchiana i H. Demsetza w kontekście analizy kosztów transakcyjnych⁵⁰.

Występowanie kosztów transakcyjnych, których wysokość jest często trudna lub niemożliwa do oszacowania *ex ante*, implikuje konieczność zawierania tzw. kontraktów niekompletnych, czyli transakcji i umów nieuwzględniających wielu przyszłych wariantów z racji niemożności ich przewidzenia. Kalkulacja bieżących i przeszłych kosztów transakcyjnych napotyka liczne trudności, natomiast ich szacowanie z wyprzedzeniem uznaje się za proces bardzo złożony, wykorzystujący modele oparte na teorii gier, który sam w sobie również jest kosztowny. Kontrakty zawierane w przedsiębiorstwie powinny zatem uwzględniać niepewność przyszłych zdarzeń, rozstrzygając dodatkowo, w jakim zakresie rezydualne uprawnienia decyzyjne, czyli podejmowanie decyzji w sytuacjach niemożliwych do przewidzenia, leżą w gestii danej strony kontraktu⁵¹. Sformułowana na podstawie powyższego rozumowania teoria kontraktów określa system relacji w przedsiębiorstwie mianem wiązki kontraktów (jawnych lub niejawnych). Uznać ją można za syntezę podej-

45 M. Rosińska, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa w oparciu o teorie instytucjonalne – koncepcja „instytucjonalizmu organizacyjnego przedsiębiorstw”*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2008, Folia Oeconomica 221, s. 257–275.

46 R. Coase, *The Nature of the Firm*, „Economica” 1937, vol. 4, s. 386–405.

47 A.A. Alchian, H. Demsetz, *The Property Rights Paradigm*, „Journal of Economic History” 1973, vol. 33, s. 16–27.

48 O.E. Williamson, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, przekł. J. Kropiwnicki, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

49 M. Aluchna, *Własność...*, s. 34.

50 A.A. Alchian, H. Demsetz, *The Property...*

51 B. Groblewska-Bogusz, *System nadzoru korporacyjnego a teoria kontraktów*, [w:] S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego...*, s. 73.

ścia od strony praw własności (to prawa własności decydują o uprzywilejowanej pozycji strony kontraktu) oraz kosztów transakcyjnych (warunki kontraktu mają na celu minimalizowanie kosztów koordynacji i motywowania).

W literaturze przedmiotu koncepcja kontraktów niekompletnych jest traktowana jako samodzielna teoria lub jako zagadnienie ujmowane w ramach teorii agencji⁵². Na istotę relacji kontraktowych jako mechanizmu umożliwiającego łagodzenie konfliktów agencyjnych po raz pierwszy uwagę zwrócili A.A. Alchian i H. Demsetz przy okazji analizy kosztów transakcyjnych. Idea ta została jednak szerzej opracowana i wyodrębniona jako samodzielna teoria przez M.C. Jensena i W. H. Mecklinga, postulujących stosowanie kontraktów jako narzędzi ograniczających asymetrię informacji oraz oportunistów menedżerów⁵³.

Niektórzy badacze wskazują na istnienie teorii instytucjonalnej jako oddzielnej teorii nadzoru, która koncentruje się na obserwacji reakcji organizacji na naciski instytucjonalne oraz ścieranie się sił obecnych wewnątrz samej organizacji⁵⁴. Podejście tego rodzaju autorka uznaje za zbieżne z założeniami teorii interesariuszy, dlatego skłania się raczej do wyodrębnienia grupy teorii instytucjonalnych i zakwalifikowania do niej wymienionych powyżej podejść wywodzących się z koncepcji R. Coase'a.

Ujęcie problematyki nadzoru w świetle ścierających się celów różnych grup interesów jest szczególnie istotne z punktu widzenia analizy sektora bankowego i stanowi trzon teorii interesariuszy. Teoria ta odwołuje się do przytoczonej wcześniej definicji nadzoru korporacyjnego zaproponowanej przez M. Blaira⁵⁵ i odchodzi od koncentrowania się na wybranych relacjach, ujmując korporację bardziej holistycznie jako płaszczyznę zachodzenia na siebie interesów wielu podmiotów ze środowiska wewnętrznego i zewnętrznego, w której rolę nadzoru jest znalezienie optymalnego stanu równoważącego realizację ich praw, a także nieformalnych roszczeń i oczekiwań.

Przedstawiony przegląd teorii nie wyczerpuje katalogu koncepcji związanych z wyjaśnianiem mechanizmów *corporate governance*. Cz. Mesjasz zwraca uwagę na słuszność zastosowania podejścia politycznego, uwzględniającego czynniki polityczne w kształtowaniu relacji między interesariuszami; podejścia kulturowego ukazującego czynniki kulturowe jako determinanty „infrastruktury kontraktowej” oraz podejścia normatywnego akcentującego wpływ instrumentów twardego prawa oraz tzw. *soft law* na kształtowanie się systemów nadzorczych⁵⁶.

52 Por. Cz. Mesjasz, *Teorie...*; B. Groblewska-Bogusz, *System...*; J. Jeżak, *Ład...*

53 M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, s. 305–360.

54 Por. I. Postuła, *Nadzór...*; J.D. Westphal, E.J. Zajac, *Substance and Symbolism in CEO's Long-term Incentive Plans*, „Administrative Science Quarterly” 1994, vol. 39, no. 3, s. 367–390.

55 M. Blair, *Ownership...*

56 Cz. Mesjasz, *Teorie...*

M. Aluchna wśród teorii nadzoru wymienia dodatkowo teorię rynków finansowych, teorię stosunków przemysłowych oraz teorię gier⁵⁷. Perspektywa rynków finansowych skłania do spojrzenia na różne modele nadzoru jako alternatywne systemy alokacji zasobów i kładzie nacisk na podział podmiotów ze względu na strukturę własności dającą różne możliwości inwestycyjne. Teoria stosunków przemysłowych koncentruje się na relacjach z pracownikami oraz zakresie interwencjonizmu państwowego, wyróżniając przedsiębiorstwa oraz modele nadzoru bardziej lub mniej skłonne do partycypacji pracowniczej, a przy tym narażone w większym stopniu na niedoskonałości rynku lub, alternatywnie, na niedoskonałości państwa. Aplikacja teorii gier do analizy systemów rynkowych, jak wspomniano wcześniej, pozwala na poszukiwania rozwiązań minimalizujących koszty związane z niepewnością co do przyszłych zdarzeń gospodarczych.

P. Urbanek wskazuje dodatkowo koncepcję perspektywy etycznej implikującej spojrzenie na decyzje strategiczne korporacji przez pryzmat systemu norm i wartości jej członków i otoczenia, w jakim funkcjonują⁵⁸. Wymienia również teorię legitymizacji odwołującą się do prymatu długookresowych celów społecznych i spełniania przez organizację funkcji pożądaných z punktu widzenia społecznej odpowiedzialności biznesu.

Analizując szeroką różnorodność podejść do teorii *corporate governance*, J. Jeżak zwraca uwagę na neoklasyczną teorię przedsiębiorstwa, która, pomimo licznych upraszczających założeń, wskazuje na priorytet zysku jako „potężnej siły sprawczej” w prowadzeniu działalności gospodarczej. Siła ta, zdaniem autora, powinna być uwzględniona w każdym, zaproponowanym w miejsce teorii neoklasycznej, podejściu do mechanizmów kształtowania relacji w przedsiębiorstwie⁵⁹. W opozycji do założeń klasycznych J. Jeżak prezentuje przesłanki teorii behawioralnej, przenoszące ciężar analizy z funkcji celu opartej na zysku do wiązki celów niemożliwej do precyzyjnego zdefiniowania, gdyż opartej na maksymalizacji użyteczności poszczególnych członków organizacji. Koncepcją, która może pogodzić teorię neoklasyczną i behawioralną, wydaje się być grupa teorii menedżerskich, zakładających wprawdzie maksymalizację użyteczności kadry zarządzającej, jednak przy spełnieniu warunku osiągnięcia tzw. zadowolającego poziomu zysku, przy czym kluczowe parametry definiujące poziom użyteczności menedżerów różnią się w ramach różnych modeli (wyróżnia się m.in. modele dyskrejonalne, zorientowane na wzrost i biurokratyzacyjne).

Zdaniem autorki, wszystkie opisane teorie mogą być rozpatrywane w duchu nowej ekonomii instytucjonalnej. Rozumienie instytucji w szerokim zakresie – jako reguł gry ograniczających niepewność podejmowanych decyzji⁶⁰ lub two-

57 M. Aluchna, *Własność...*, s. 30–32.

58 P. Urbanek, *Teoretyczne...*

59 J. Jeżak, *td...*, s. 152–159.

60 D.C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990, s. 3.

rzących społeczne interakcje⁶¹ – pozwala utożsamiać instytucje zarówno z formalnymi uwarunkowaniami legislacyjnymi, jak i z nieformalnymi zasadami (ujętymi w kulturze, obyczajach, tradycji), które determinują relacje wewnątrz organizacji oraz ich stosunki z otoczeniem. Taki konstrukt teoretyczny otwiera drogę do interpretowania przez pryzmat instytucji funkcjonowania organów nadzoru, których działanie opiera się na mocy obowiązującego prawa, dobrych praktyk lub przyjętych zwyczajów. Ponadto, w ramach nurtu neoinstytucjonalnego uchyła się neoklasyczne założenia o pełnej informacji, braku kosztów transakcyjnych, racjonalności uczestników rynku i homogenicznych oczekiwaniach stron⁶², co dodatkowo zbliża tego rodzaju analizy do rzeczywistości, w jakiej funkcjonują systemy *corporate governance*.

Można zatem stwierdzić, że każda z prezentowanych teorii nadzoru jest próbą scharakteryzowania instytucji w rozumieniu D.C. Northa lub G.M. Hodgsona. Każda opisuje reguły determinujące decyzje uczestników organów nadzorczych. Warto w tym miejscu zauważyć, co podkreśla S. Rudolf, że analiza instytucjonalna, oprócz swoistego uniwersalnego i świeżego spojrzenia na proces podejmowania decyzji, pozwala również wyjaśnić zróżnicowane tempo rozwoju spółek nawet w ramach zbliżonych warunków rynkowych i podobnych modeli *corporate governance*⁶³. Spostrzeżenie to jest szczególnie istotne z punktu widzenia badania wpływu nadzoru na efektywność lub stabilność spółek, pozwala bowiem domniemywać, że uwarunkowania instytucjonalne, w tym również trudno obserwowalne instytucje nieformalne, mogą stanowić istotny czynnik determinujący analizowane zmienne.

1.1.3. Teoria agencji jako dominująca koncepcja teoretyczna nadzoru z perspektywy sektora bankowego

A.A. Berle i G.C. Means zapoczątkowali trwającą do dziś dyskusję nad problemem rozdzielenia własność od kontroli⁶⁴. Stanowi ona przyczynek do licznych badań empirycznych i rozważań teoretycznych obejmujących tematykę związaną z konfliktami agencyjnymi, strukturą kontraktów, motywowaniem, rozkładem ryzyka, pokusą nadużycia etc. Oddziaływanie tej koncepcji na środowisko badaczy *corporate governance* uznać należy za wyjątkowo silne – bezpośrednio lub pośrednio odwołuje się do niej większość modeli i analiz mechanizmów nadzoru i kontroli.

61 G.M. Hodgson, *The Evolution of Institutional Economics. Agency, Structure and Darwinism in America Institutionalism*, Routledge, London–New York 2004, s. 424.

62 J.B. Wolf, *The Effects...*

63 S. Rudolf, *Analiza...*

64 A.A. Berle, G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York 1932.

Odwołująca się bezpośrednio do sytuacji oddzielenia własności od kontroli teoria agencji w swojej klasycznej postaci koncentruje się przede wszystkim na relacji pryncypał–agent. Stosunek ten charakteryzuje zależność pomiędzy właścicielem (akcjonariuszem lub udziałowcem) a menedżerem. Strony opisywanego układu cechuje asymetryczny dostęp do informacji, szczególnie o bieżącej sytuacji spółki, potencjalna sprzeczność interesów oraz zróżnicowana tolerancja ryzyka. Dodatkowo, rozproszenie akcji w rękach wielu właścicieli oraz delegowanie uprawnień decyzyjnych na kadrę kierowniczą spółki tworzy istotne trudności dla monitoringu i właściwej oceny działań menedżerów. Teoria agencji zakłada, że są oni skłonni do wykorzystania swojej pozycji i przejawiają tendencje do zachowań oportunistycznych, czyli nakierowanych na realizację własnych interesów. Takie niebezpieczeństwo rodzi potrzebę ponoszenia kosztów, związanych z próbą ograniczania ryzyka oportunistycznego, wśród których najczęściej wymienia się koszty⁶⁵:

- tworzenia i zarządzania kontraktami pomiędzy pryncypałem a agentami,
- monitorowania działań menedżerów,
- działań zapewniających zgodność decyzji z warunkami kontraktów,
- utraconych korzyści spowodowanych niedoskonałą realizacją kontraktów.

Można stwierdzić, że mechanizmy nadzoru korporacyjnego, takie jak powoływanie rady spółki, komitetów bądź odpowiednio skonstruowane systemy wynagradzania, wiążą się z próbą optymalizacji poziomu kosztów agencyjnych i mają na celu wypracowanie względnej zbieżności celów głównych interesariuszy spółki. Jak podkreśla M. Marcinkowska, w szczególności analizy sektora bankowego nie powinny ograniczać postrzegania relacji agencji jedynie do właścicieli i menedżerów. Istnienie silnego środowiska regulacyjnego w systemie finansowym sprawia, że należałoby dodatkowo uwypuklić oddzielenie kierowania od własności i od nadzorowania⁶⁶. Powołując się na prace M.J. Roe'a⁶⁷, M. Marcinkowska wyróżnia dwa typy relacji agencyjnych: wertykalną (konflikt interesów właścicieli i menedżerów) oraz horyzontalną (konflikty interesów różnych grup akcjonariuszy, głównie dominujących i mniejszościowych).

Autorka niniejszej monografii uważa za zasadne dodatkowe poszerzenie katalogu relacji agencyjnych dla podmiotów sektora bankowego. Opierając się na wyjaśnieniu istoty konfliktu agencyjnego jako rozbieżności interesów stron, zaproponowanego przez M. Jerzemowską⁶⁸, w środowisku wewnętrznym i zewnętrznym banku zauważyć należy liczne potencjalne „ogniska konfliktu” mogące generować owe rozbieżne cele uczestników relacji (rysunek 1).

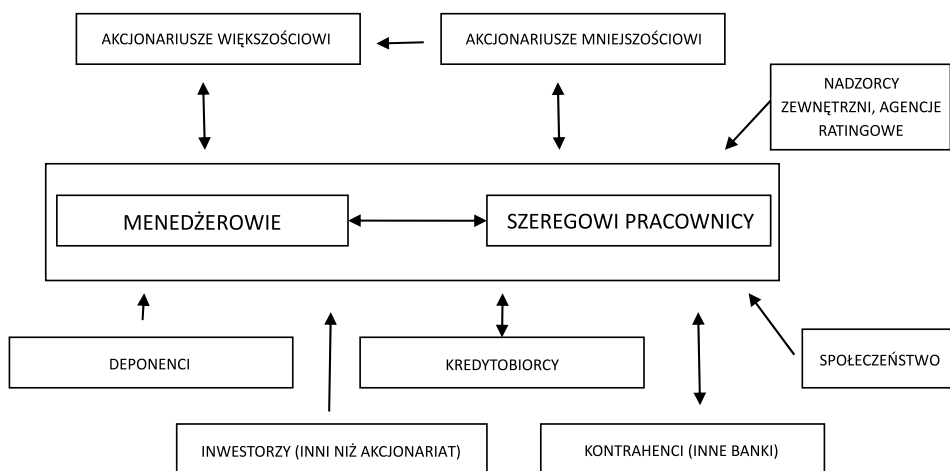
65 *Ibidem*.

66 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 48.

67 M.J. Roe, *The Institutions of Corporate Governance*, Harvard Law School Discussion Paper, no. 488, Massachusetts 2004.

68 M. Jerzemowska, *The Main Agency Problems and Their Consequences*, „Acta Oeconomica Pragensia” 2006, vol. 14/3, s. 9.

Podana definicja konfliktu agencyjnego pozwala wskazać na możliwość jego wystąpienia pomiędzy wszystkimi grupami interesariuszy w sektorze bankowym. Nie oznacza to oczywiście, że owa rozbieżność celów jest cechą występującą w każdym wskazanym przypadku. Zaznaczone na rysunku 1 relacje konfliktowe mogą, ale nie muszą występować w poszczególnych funkcjonujących na danym rynku podmiotach.



Rysunek 1. Potencjalne konflikty agencyjne we współczesnym banku

Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 1 przedstawia środowisko głównych interesariuszy współczesnego banku. Strzałkami oznaczono na nim relacje będące hipotetycznymi miejscami powstawania konfliktu interesów, przy czym grot wskazuje na stronę konfliktu o większym prawdopodobieństwie zachowań oportunistycznych⁶⁹. Warto zauważyć, że konflikt agencyjny zachodzący pomiędzy właścicielem a menedżerem nie powinien ograniczać się tylko do tradycyjnego jego postrzegania jako realizowanie przez kierownictwo interesów sprzecznych z interesem spółki. D. Miller i C. Sardais podkreślają możliwość zaistnienia sytuacji, w której to zorientowani krótkookresowo właściciele eksploatują spółkę, działając na jej niekorzyść w długim okresie, podczas gdy kadra zarządzająca i pracownicy są stroną egzekwującą działania w interesie długookresowego rozwoju przedsiębiorstwa⁷⁰.

Oprócz klasycznego konfliktu pomiędzy akcjonariuszami a działającymi w ich imieniu kierownikami i kadrami pracowniczą, konflikt interesów zaistnieć może również na linii akcjonariusz dominujący–akcjonariusz mniejszościowy. Jak zaznacza

69 Jeżeli strzałka ma dwa grot, oznacza to, że po obu stronach występują bodźce do zachowań oportunistycznych o względnie zbliżonej sile.

70 D. Miller, C. Sardais, *Angel Agents: Agency Theory Reconsidered*, „Academy of Management Perspectives” 2011, vol. 25(2), s. 6–13.

A. Szewc-Rogalska⁷¹, pozycja akcjonariuszy mniejszościowych jest uzależniona od charakteru relacji agencyjnych, które w tym przypadku są pochodną struktury własności. W przypadku własności rozproszonej, problem ten nie występuje (nie ma akcjonariusza dominującego) i ciężar konfliktu agencji zaznacza się głównie w relacjach między silnym menedżerem a słabymi (rozproszonymi) akcjonariuszami. W warunkach skoncentrowanej własności osiągnięciem konfliktu staje się często relacja pomiędzy większościowym akcjonariuszem (i zazwyczaj lojalnym wobec niego kierownictwem) a akcjonariuszami mniejszościowymi, którzy mają ograniczony dostęp do informacji i słabą moc decyzyjną. Problematykę różnej struktury akcjonariatu opisano szerzej w podrozdz. 4.1.1 książki.

Specyfika działalności podmiotów sektora bankowego rozszerza katalog kluczowych interesariuszy banku o deponentów oraz kredytobiorców. Znaczenie tych pierwszych wynika z charakterystycznej struktury pasywów instytucji finansowych, które, opierając mechanizm finansowania w znacznej mierze na dźwigni finansowej, sprawiają, że to często deponenci, a nie właściciele akcji, są głównymi dostawcami kapitału. Kwestią oczywistą wydaje się być w tym przypadku rozbieżność celów stron tego układu – deponenci zakładają lokaty, licząc na jak najkorzystniejsze oprocentowanie i bezpieczeństwo środków, podczas gdy bank próbuje wypracować strategię najniższego kosztu pozyskania kapitału, który wykorzystuje do często ryzykownych operacji na rynkach finansowych. Podobnie rzecz się ma w przypadku inwestorów, dla których bank jest pośrednikiem zawierającym w ich imieniu transakcje inwestycyjne. Oni również powierzają w ręce pracowników banku kapitał, godząc się wprawdzie na wyższe niż w przypadku lokat ryzyko, nie zawsze jednak będąc w pełni świadomym jego rzeczywistego poziomu⁷².

W przypadku konfliktu z kredytobiorcami ryzyko niepełnej informacji i rozbieżności celów leży po obu stronach transakcji. Niska transparentność umów kredytowych lub brak pełnej informacji o ryzyku mogą stanowić źródło oportunistycznych zachowań u pracowników banku. Z drugiej strony jednak podmioty ubiegające się o kredyt również dopuszczają się zatajania lub fałszowania informacji, co może prowadzić do niedoszacowania ryzyka niewypłacalności przez instytucje udzielające im kredytów.

Dynamiczny rozwój rynków finansowych ma swoje bezpośrednie przełożenie na zintensyfikowanie operacji na rynku międzybankowym. Instytucje finansowe wzajemnie się kredytują, zawierają również liczne transakcje z wykorzystaniem mniej lub bardziej skomplikowanych instrumentów pochodnych, stając się dla siebie nie tylko podmiotami konkurencyjnymi, ale coraz częściej tworząc sieć

71 A. Szewc-Rogalska, *Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, „Gospodarka Narodowa” 2006, nr 10, s. 52.

72 Opisywana asymetria informacji i związane z nią niedoszacowanie ryzyka widoczne było szczególnie wyraźnie na rynku instrumentów pochodnych w USA podczas kryzysu *subprime*, a także w przypadku sprzedaży tzw. polisolokat w Polsce.

wzajemnych powiązań transakcyjnych. Asymetria informacji i konflikty interesów w tego rodzaju stosunkach uznać należy za niekwestionowalne, a strategię typu *win-win* za relatywnie rzadkie⁷³.

Podkreślana przez niektórych badaczy doktryna banku jako instytucji zaufania publicznego⁷⁴ implikuje uwzględnienie interesu społecznego jako możliwego miejsca powstania konfliktu agencji. Wprawdzie trudno w tym miejscu wskazać bezpośrednio wartość powierzonego kapitału czy moment i zakres delegowania decyzji, natomiast wzięwszy pod uwagę zjawisko prywatyzacji zysków i uspołecznienia strat, z jakim niekiedy mamy do czynienia w sektorze bankowym, konflikt interesów jest w tym przypadku wysoce prawdopodobny. Banki podejmujące nadmierne ryzyko i zagrożone upadłością zwracają się o pomoc publiczną do instytucji rządowych, ratując oszczędności i inwestycje obywateli, natomiast w rzeczywistości zrzucają jednocześnie na podatników ciężar ponoszenia konsekwencji za niewłaściwe gospodarowanie majątkiem.

Ostatnią wyróżnioną osią konfliktu agencyjnego jest relacja banków z podmiotami nadzorującymi i oceniającymi rynki finansowe (instytucjami rządowymi, bankiem centralnym, agencjami ratingowymi itp.). W tym przypadku również często nie mamy do czynienia z bezpośrednim aktem powierzenia majątku⁷⁵ lub przekazania uprawnień decyzyjnych. Czerpiąc jednak z doświadczeń ostatniego kryzysu finansowego, stwierdzić należy, że w relacjach z nadzorcami zewnętrznymi banki wykazują niekiedy daleko posuniętą skłonność do nieujawniania kluczowych informacji (np. niespełnianie wymogów transparentności lub tzw. kreatywna księgowość), realizując przy tym własne interesy, czyli dopuszczając się działań oportunistycznych. Zakres realizacji własnych interesów jest zróżnicowany – od tzw. optymalizacji podatkowej, poprzez chęć uniknięcia kar za niespełnienie określonych wymogów lub próby uzyskania wyższych ratingów.

Zaproponowany przez autorkę rozszerzony kontekst analizy problemu agencji w podmiotach sektora bankowego prowadzi do konstatacji, że są one szczególnie narażone na dążenie różnych grup interesów do realizowania ich partykularnych celów. Taki wniosek pozwala postulować konieczność wypracowania silnych mechanizmów zapobiegających tego typu działaniom, wśród których znaleźć się powinny skutecznie funkcjonujące systemy *corporate governance*.

Krytycy teorii agencji zarzucają jej zwolennikom ukazywanie „drugiej, gorszej strony zachowania człowieka”⁷⁶, za wszelką cenę dążącego do realizacji swojego celu. W odpowiedzi na tak sformułowane zarzuty O.E. Williamson stwierdza, że:

73 Sytuacje typu *win-win* – termin zaczerpnięty z teorii gier oznaczający takie sformułowanie treści kontraktu, aby obie strony zyskały na jego realizacji.

74 A. Janiak, *Bank jako instytucja zaufania publicznego*, „Glosa – Przegląd Prawa Gospodarczego” 2003, nr 2, s. 17.

75 Wyjątek stanowią mogą transakcje z bankiem centralnym, pożyczki rządowe lub pomoc z Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

76 M. Aluchna, *Własność...*, s. 59.

Ci, którzy z odrazą traktują uwzględnianie oportunistów, uważają, że jest to niepotrzebnie przepojony nienawiścią pogląd na naturę ludzką oraz (lub) są niechętni teorii organizacji gospodarczej, będącej dla niego oparciem. [...] nie twierdzą, iż każdy człowiek nieustannie lub choćby w przeważającej liczbie przypadków jest skłonny do oportunistów. Przeciwnie, zakładam jedynie, iż niektórzy ludzie są czasem oportunistyczni oraz że różnice wiarygodności rzadko kiedy są widoczne *ex ante*. W konsekwencji podejmuje się próby kontroli *ex ante* oraz tworzy się zabezpieczenia *ex post*. W przeciwnym przypadku najmniej wierni zasadom (najbardziej oportunistyczni) będą w stanie skandalicznie wykorzystywać tych, którzy są zasadom bardziej wierni⁷⁷.

Biorąc pod uwagę społeczne i gospodarcze konsekwencje potencjalnych turbulencji w systemie finansowym spowodowanych wykorzystaniem relacji agencji do realizowania partykularnych interesów jej stron, rozumowanie O.E. Williamsona uznać należy za słuszne, traktując je jako istotny argument za tworzeniem silnych mechanizmów nadzorczych.

1.1.4. Teoria interesariuszy w świetle doktryny banku jako instytucji zaufania publicznego

Dowodzenia istotności roli, jaką pełnią w gospodarce podmioty sektora bankowego, dokonuje się zwykle poprzez wskazanie na negatywne skutki związane z wadliwym ich funkcjonowaniem. Źle zarządzane instytucje finansowe, jak zauważa M. Marcinkowska, stanowią obciążenie dla systemu finansowego poprzez negatywny wpływ na reguły i instytucje sektora publicznego, kredytowanie niewłaściwych podmiotów i nadmierną ekspansję kredytową generującą kryzysy finansowe⁷⁸.

Również rozpowszechnione w odniesieniu do banków postępowanie zgodnie z zasadą „zbyt duży, by upaść” lub „zbyt ważny, by upaść” opiera się na antycypacji skutków upadłości tego rodzaju w instytucji⁷⁹. T. Zieliński wymienia wśród nich⁸⁰:

- tzw. efekt domina, czyli sytuację, w której upadek jednego banku wywołuje bankructwa kolejnych instytucji finansowych i niefinansowych;
- run na banki, polegający na masowym wycofywaniu środków zgromadzonych w bankach w obawie o utratę ich wypłacalności;
- utratę przez klientów części zdeponowanego majątku w wyniku zamrożenia lub redukcji środków na koncie niewypłacalnego banku;
- obniżoną utratę zaufania społeczeństwa do systemu bankowego.

77 O.E. Williamson, *Ekonomiczne...*, s. 76.

78 M. Marcinkowska, *Nowy ład bankowości*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 43.

79 Szerzej na temat zasad TBTF (*too big to fail*) i TITF (*too important to fail*): W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość: podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2001, s. 227.

80 T. Zieliński, *Współczesny bank wobec paradygmatu zaufania publicznego*, „Annales UMCS” 2013, Sectio H, R. XLVII, nr 3, s. 674–683.

Wśród negatywnych konsekwencji upadku autorka sugeruje uwzględnić jeszcze kryzys zaufania na rynku międzybankowym hamujący zdolność pozyskiwania kapitału przez banki, a zatem redukujący lub wstrzymujący jednocześnie zakres kredytowania osób fizycznych i przedsiębiorstw.

Odwołanie się do wymienionych powyżej skutków wadliwie funkcjonujących podmiotów sektora bankowego może skłaniać do utożsamiania roli banku z rolą dobra publicznego⁸¹. L. Pawłowicz i R. Wierzba utożsamiają natomiast dobro publiczne nie z samymi podmiotami sektora finansowego, ale ze stabilnością ich funkcjonowania⁸². Refleksje tego rodzaju implikują konieczność oparcia relacji pomiędzy bankiem a jego interesariuszami na szczególnym stosunku zaufania, wynikającym dodatkowo z większej niż w innych sektorach asymetrii informacji związanej ze stopniem skomplikowania i często występującą nieprzejrzystością aktywów banku oraz opisanej pokrótce istotnej roli banków w utrzymywaniu ładu społecznego i generowaniu wzrostu gospodarczego. Tego rodzaju argumenty stanowić mogą przesłanki do przyjęcia doktryny banku jako instytucji zaufania publicznego⁸³. Doktryna ta rozpowszechniona jest zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w przekonaniach, konotacjach społeczeństwa odwołujących się do tradycyjnych wartości związanych z bankowością⁸⁴.

Doświadczenia ostatnich lat, w szczególności w okresie poprzedzającym kryzys finansowy 2008–2010, naruszyły istotnie zaufanie do podmiotów sektora bankowego i poddały w wątpliwość słuszność wspomnianej doktryny. Według T. Zielińskiego, „wszystkie filary zaufania do instytucji banku zostały [...] naruszone lub niemal zburzone”⁸⁵. Jakkolwiek jednak słusznie oskarża się sektor bankowy o szereg zaniechań i nadużyć, nie sposób jednocześnie zakwestionować jego fundamentalnej roli we współczesnej gospodarce.

Przyjęcie takiej perspektywy w spojrzeniu na podmioty sektora bankowego może być punktem wyjścia do uznania teorii interesariuszy jako właściwej dla analizy relacji w tym sektorze. Szeroki horyzont oddziaływania banków na otoczenie gospodarcze stanowi asumpt do uwzględniania interesów różnych grup „osób, które wpływają lub podlegają wpływowi osiągniętych przez te podmioty celów” (tak po raz pierwszy zdefiniował interesariuszy R.E. Freeman⁸⁶). Jak zauważa A. Samborski,

81 Należy zauważyć, że katalog negatywnych konsekwencji nie został przez autorkę wyczerpany, można wśród nich wymienić jeszcze np. spadek skłonności do oszczędzania, zmniejszenie popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego i inne.

82 Por. L. Pawłowicz, R. Wierzba, *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 8–9, s. 3.

83 Por. S. Flejterski, *W poszukiwaniu nowego paradygmatu zarządzania przedsiębiorstwami bankowymi*, Usługi 2009, Poznań, UE, Poznań 2009.

84 Powszechne są np. powiedzenia: „pewny jak w banku” czy też zrobić coś „bankowo”, „na bank”.

85 T. Zieliński, *Współczesny...*, s. 681.

86 R.E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston 1984.

w nadzorze korporacyjnym nie chodzi tylko o maksymalizację wartości akcji, ale raczej o właściwe ułożenie relacji pomiędzy wieloma podmiotami zainteresowanymi funkcjonowaniem korporacji i o wybór odpowiednio dobranych celów, które korporacja ma realizować⁸⁷.

Autorka przychyliła się do stanowiska J. Jeżaka, zgodnie z którym teoria agencji i teoria interesariuszy nie stanowią ekstremalnie spolaryzowanych podejść do problematyki *corporate governance*, lecz w praktyce gospodarczej mogą być ze sobą zintegrowane⁸⁸. Postulowaną integrację J. Jeżak rozumie jako odpowiedzialność menedżerów za kreowanie wartości dla akcjonariuszy przy partnerstwie i odpowiedzialności wobec wszystkich pozostałych interesariuszy organizacji.

Najważniejsze grupy interesów funkcjonujące w otoczeniu banku zostały uwzględnione na rysunku 1 i opisane przy okazji analizy teorii agencji. W kontekście zaproponowanej integracji teorii należy wyraźnie podkreślić, że sugerowane przez autorkę miejsca powstawania konfliktu agencyjnego to punkty potencjalnie generujące konflikt, w których może, ale nie musi występować sprzeczność interesów. Istotą teorii interesariuszy wydaje się być nie tyle wskazywanie tych ewentualnych rozbieżności celów różnych grup interesów, ile próba znalezienia płaszczyzny ich synchronizacji.

Badacze wyróżniają szereg klasyfikacji interesariuszy, biorąc pod uwagę ich źródła siły wpływu, związki z firmą itp.⁸⁹ R.E. Freeman i D.L. Reed zaproponowali podział interesariuszy (*stakeholders*) na dwie grupy, wynikający z dwóch ujęć definicyjnych – szerszego i węższego⁹⁰. W znaczeniu szerszym za interesariuszy uznają oni wszystkie osoby lub grupy osób wpływające na realizację celów organizacji lub znajdujące się pod wpływem skutków jej działania. Natomiast ujęcie węższe ogranicza rozumienie interesariuszy do osób lub grup, od których bezpośrednio zależy dalsza egzystencja firmy.

Wyczerpujące zestawienie grup interesariuszy współczesnej organizacji rozumianych w szerszym ujęciu definicyjnym przedstawia D. Walczak-Duraj, wymieniając wśród nich aktualnych i potencjalnych pracowników, akcjonariuszy, byłych, obecnych i potencjalnych klientów, dostawców, kontrahentów, władzę państwową i samorządową, organizacje międzynarodowe, organy i organizacje kontroli społecznej, grupy nacisku (*Watchdogs*), organizacje pozarządowe (NGOs), fundacje, media, inwestorów, konkurencję, społeczność lokalną, organizacje handlowe, zrzeszenia przedsiębiorców, stowarzyszenia oraz związki zawodowe⁹¹. Próbę dostosowania tego katalogu do spe-

87 A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług. Dynamika zmian w polskim przemyśle i usługach*, TNOiK, Katowice 2011, s. 215.

88 J. Jeżak, *Ład...*, s. 140.

89 Por. T. Mendel, *Próba określenia wpływu poszczególnych grup interesów (stakeholders) na zarządzanie przedsiębiorstwami*, [w:] S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego...*, s. 82–85.

90 R.E. Freeman, D.L. Reed, *Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*, „California Management Review” 1984, no. 3, s. 91.

91 D. Walczak-Duraj, *Socjologia dla ekonomistów*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 233.

cyfki otoczenia współczesnego banku przedstawia tabela 2. Autorka, opierając się na ujęciu zaproponowanym przez R.E. Freemana i D.L. Reeda⁹², dokonała podziału interesariuszy na bezpośrednich, czyli tych bezpośrednio wpływających na egzystencję banku, oraz pośrednich rozumianych zgodnie z szeroką definicją *stakeholders*.

Tabela 2. Grupy interesariuszy współczesnego banku

Wyszczególnienie	Główne źródła wpływu
1	2
Bezpośredni	
Pracownicy	Dostarczanie zasobów kapitału ludzkiego, realizacja strategii
Akcjonariusze	Dostarczanie kapitału finansowego, nadzór
Klienci – deponenci	Dostarczanie kapitału finansowego
Klienci – kredytobiorcy	Korzystanie z zasobów materialnych, dostarczanie kapitału finansowego
Klienci – inwestorzy	Dostarczanie kapitału finansowego
Bezpośredni/pośredni	
Kontrahenci (inne banki)	Korzystanie z zasobów materialnych, dostarczanie kapitału finansowego
Kontrahent (bank centralny)	Dostarczanie kapitału finansowego, pożyczkodawca ostatniej instancji
Konkurencja (banki, „parabanki”, inne podmioty świadczące usługi tradycyjnie kojarzone z bankowością)	Presja cenowa, dostarczanie kapitału finansowego
Władza państwowa	Ustawodawstwo bankowe, podatkowe, księgowo i in., operacje na rynku rządowych papierów wartościowych
Organizacje międzynarodowe związane z rynkiem finansowym (Komitet Bazylejski, EBC, etc.)	Nadzór i regulacje (tzw. twarde prawo i <i>soft law</i>)
Krajowe organy nadzoru (bank centralny, KNF, BFG etc.)	Nadzór i regulacje (tzw. twarde prawo i <i>soft law</i>)
Pośredni	
Pozostałe organizacje międzynarodowe	Rekomendacje, zalecenia, pośredni wpływ podejmowanych działań

92 R.E. Freeman, D.L. Reed, *Stockholders...*

1	2
Organy kontroli społecznej	Oddziaływanie na opinię publiczną
Tzw. <i>Watchdogs</i>	Oddziaływanie na opinię publiczną
Organizacje pozarządowe, fundacje	Oddziaływanie na opinię publiczną
Media	Oddziaływanie na opinię publiczną
Spoleczność	Oddziaływanie na opinię publiczną, inicjatywa ustawodawcza
Zrzeszenia (np. ZBP)	Reprezentacja i ochrona interesów
Związki zawodowe	Oddziaływanie na politykę kadrową i opinię publiczną
Potencjalni i byli pracownicy	Potencjalne dostarczanie kapitału ludzkiego, oddziaływanie na opinię publiczną
Potencjalni akcjonariusze	Potencjalne dostarczanie kapitału finansowego
Potencjalni i byli klienci	Potencjalne dostarczanie kapitału finansowego, oddziaływanie na opinię publiczną

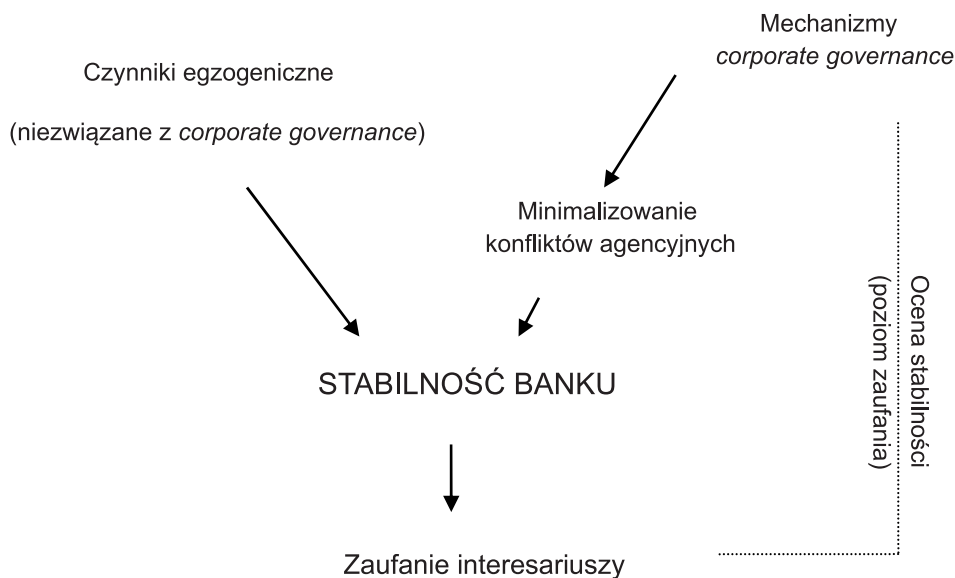
Źródło: opracowanie własne.

Z zestawienia w tabeli 2 wynika, że w praktyce trudno niekiedy definitywnie przesądzać o charakterze określonej grupy interesariuszy. Można hipotetycznie założyć istnienie banku-monopolisty, który nie pozyskuje ani nie używa środków na rynku międzybankowym oraz nie przeprowadza transakcji z bankiem centralnym. A zatem, zgodnie z wąskim ujęciem pojęcia interesariuszy, kontrahenci w postaci innych banków i banku centralnego nie będą się wówczas zaliczać do grona bezpośrednich *stakeholders* (w takiej sytuacji bezpośrednio od nich nie zależy funkcjonowanie banku). Trudno również jednoznacznie stwierdzić, że dalsza egzystencja banku zależy od działań konkurencji. Tym niemniej przejmowanie przez instytucje niebankowe⁹³ części transakcji zarezerwowanych do niedawna tylko dla banków może, przy gwałtownej ich ekspansji, stanowić zagrożenie dla dalszego działania podmiotów w tym sektorze. Zdaniem autorki, nie można również nie docenić siły oddziaływania instytucji decydujących o regulacjach prawnych obowiązujących w systemie finansowym (władza państwowa, nadzorcy międzynarodowi i krajowi). Oddziaływanie poprzez normy legislacyjne na wielkość podaży pieniądza, zakres dozwolonej działalności prowadzonej w ramach sektora bankowego lub obciążenia podatkowe, uznać należy, przynajmniej w pewnej mierze, za przesądający o dalszym funkcjonowaniu instytucji finansowych.

⁹³ Chodzi głównie o firmy pożyczkowe, internetowe platformy transakcyjne, crowdfundingowe lub tzw. parabanki.

Warto również zwrócić uwagę na te grupy interesów, których oddziaływanie polega na kształtowaniu opinii publicznej. Wspomniana specyficzna relacja zaufania występująca między bankiem a jego interesariuszami stanowi często o jego przewadze konkurencyjnej. Wyniki badań ankietowych prezentowane przez W. Gradońa pokazują stosunkowo wysokie różnice między deklarowanym zaufaniem do swojego banku a zaufaniem do banków ogółem⁹⁴. Osobista opinia oraz zaufanie, jak podkreśla W. Gradoń, stanowią bardzo istotny element wyboru banku przez klientów, sprawiając, że opinia publiczna staje się istotną determinantą popytu na usługi określonego podmiotu.

Powyższe rozważania wydają się mieć zasadnicze znaczenie z punktu widzenia problematyki niniejszej monografii. Stabilność finansową podmiotów sektora bankowego uznać należy za kluczowy element przesądzający o zaufaniu interesariuszy. Stabilne funkcjonowanie banku stanowi natomiast, zgodnie z postawioną w rozdziale czwartym hipotezą, pochodną skutecznych mechanizmów nadzorczych, które minimalizują negatywne konsekwencje konfliktów agencyjnych i związanych z nimi zachowań oportunistycznych (rysunek 2).



Rysunek 2. Czynniki determinujące stabilność banku i zaufanie interesariuszy

Źródło: opracowanie własne.

Jak pokazano na rysunku 2, ocena stabilności banku odbywać się może w dwójki sposób. Interesariusze posiadający wiedzę z zakresu wskaźników finansowych i informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych mogą ocenić kondycję spół-

94 W. Gradoń, *Czy banki nadal są instytucjami zaufania publicznego?*, „Annales UMCS” 2014, Sectio H, R. XLVIII, nr 4, s. 68.

ki na podstawie ujawnianych przez nią do domeny publicznej dokumentów. Pozostałe podmioty natomiast często oceniają bank przez pryzmat spełniania przez niego określonych standardów, jako że nie wymaga to posiadania specjalistycznej wiedzy z zakresu rachunkowości i finansów. Wydaje się, że w powszechnej świadomości występuje przekonanie o tym, że spełnianie określonych standardów nadzorczych jest gwarantem odpowiedniej dbałości o stabilność i bezpieczeństwo powierzonych bankowi środków. Dlatego kwestią fundamentalną staje się w tej sytuacji empiryczna weryfikacja wpływu standardów *corporate governance* na te pozycje sprawozdań finansowych, które w pewnym zakresie przesądzają o stabilnej pozycji banku.

1.2. Specyfika nadzoru korporacyjnego w bankach

1.2.1. Rola banków i cele działalności jako determinanty uwarunkowań nadzoru korporacyjnego

Funkcjonowanie banku, jego wizja, misja i często również pozycja konkurencyjna oparte są w znacznej mierze na zaakcentowanej wcześniej relacji zaufania z interesariuszami. Stosunek zaufania odnosi się do wszystkich grup *stakeholders* i związany jest m.in. z większą niż w innych podmiotach asymetrią informacji oraz specyficzną funkcją, jaką sektor finansowy pełni w gospodarce. Przyjmowanie depozytów, udzielanie kredytów i zarządzanie majątkiem klientów generuje istnienie stosunków powierniczych pomiędzy bankami a poszczególnymi ich bezpośrednimi interesariuszami oraz, w szerszym ujęciu, odnosi się do stosunku pomiędzy społeczeństwem i nadzorcami zewnętrznymi a sektorem bankowym. Jak podkreśla W. Gradoń, świadczenie bankowych czynności depozytowo-kredytowych nie byłoby możliwe bez nieodzownego atrybutu działalności banków, jakim jest zaufanie⁹⁵. Oparte jest ono na przekonaniu, że bank nie będzie działał na niekorzyść klientów, nie wykorzysta swojej przewagi w relacjach z nimi i wywiąże się z podjętych zobowiązań co do powierzonego lub użyzonego kapitału.

Scharakteryzowanie roli podmiotów sektora bankowego na podstawie powyższych konstatacji potwierdza zasadność przyjęcia doktryny banku jako instytucji zaufania publicznego. Uwagę zwraca jednak fakt, że pomimo powszechnego powoływania się na przedmiotową doktrynę zarówno w piśmiennictwie, jak i w orzecznictwie polskim⁹⁶ termin „instytucja zaufania publicznego” nie został uregulowany przepisami prawnymi. Autorzy, powołując się w głównej mierze na ustawę *Prawo*

⁹⁵ *Ibidem*, s. 62.

⁹⁶ Patrz np. D. Czarnota, *Bank jako instytucja zaufania publicznego w dobie kryzysu – mit czy rzeczywistość?*, „Studia Ekonomiczne”, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2014; Orzeczenie TK z dnia 16 maja 1995 roku (k 12/93), OTK 1995, cz. I, poz. 14.

*bankowe*⁹⁷, wskazują, że status zaufania wynika ze szczególnych ograniczeń i obowiązków nakładanych na bank przepisami ustawy⁹⁸.

Sztywny gorset regulacyjny, w ramach którego funkcjonuje sektor bankowy, dyktuje również wiele aspektów związanych z mechanizmami *corporate governance*. Jak podkreślają M. Jerzemowska i inni, w Polsce udało się zbudować dobry system prawny w odniesieniu do nadzoru korporacyjnego⁹⁹. Opiera się on na regulacjach rynku kapitałowego, prawie bilansowym i kodeksie spółek handlowych i uznawany jest za jeden z najskuteczniejszych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Dla funkcjonowania procesów nadzorczych w bankach istotne znaczenie mają również przepisy zawarte w prawie bankowym, regulacjach Komisji Nadzoru Finansowego oraz dokumentach Komisji Europejskiej i Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego. Można stąd wnioskować o podwójnym monitoringu działalności banków – z jednej strony są one przedmiotem szczególnych regulacji prawnych i nadzoru sprawowanego przez państwowe agendy, z drugiej – nadzór nad bankami sprawują nabywcy emitowanych przez nie instrumentów finansowych oraz deponenci¹⁰⁰. Ta druga grupa ma możliwość nadzorowania działalności banków poprzez wgląd do sprawozdań finansowych oraz dodatkowych danych, których publikacja w przypadku sektora bankowego jest obligatoryjna¹⁰¹.

Podkreśla się niekiedy, że liczne regulacje oraz silny nadzór i gwarancje instytucji państwowych mogą generować negatywne skutki w postaci podejmowania nadmiernego ryzyka przez kierownictwo banków oraz osłabienia zaangażowania pozostałych interesariuszy w monitorowanie działalności tego rodzaju podmiotów. Należy jednak mieć na uwadze fakt, że system prawny nie jest w stanie zagwarantować uczciwości członków instytucji nadzoru, która uznawana jest za fundament systemu władztwa korporacyjnego w bankach¹⁰². M. Marcinkowska podkreśla, że uczciwość powinna być rozpatrywana szerzej niż tylko legalność – powinna uwzględniać również etykę i moralność, które odnoszą się do zachowań wychodzących poza ścisłe przestrzeganie prawa.

Jak wspomniano wcześniej, relacje fiducjarne zachodzące pomiędzy interesariuszami tworzą stosunek zaufania, który opiera się na założeniu uczciwości stron. Mnogość potencjalnych miejsc powstania konfliktów agencyjnych, gdzie ujawnić się może brak tej szeroko zdefiniowanej uczciwości sprawia, że system nadzoru korporacyjnego powinien z jednej strony minimalizować prawdopodobieństwo lub ewentualne skutki wystąpienia takich sytuacji; z drugiej strony natomiast powinien stanowić mechanizm wspierający uczciwość działań właścicieli, rady, za-

97 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – *Prawo bankowe*, Dz.U. 1997, nr 140, poz. 939.

98 D. Czarnota, *Bank...*, s. 154–155.

99 M. Jerzemowska, A. Golec, A. Zamojska, *Corporate Governance. BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 277.

100 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 55.

101 Chodzi przede wszystkim o ujawnienia w zakresie ryzyka, adekwatności kapitałowej itp.

102 M. Marcinkowska, *Nowy...*, s. 49.

rzędu i pracowników banku ukierunkowanych na realizację celów jak najszerzego grona jego interesariuszy.

Jednoczesne spełnienie wymienionych warunków w praktyce okazuje się być skomplikowane. Na przykład, łagodzenie konfliktu właściciel-menedżer odbywa się często poprzez przyznanie kierownictwu prawa do partycypacji we własności (wypłacaniu części wynagrodzenia w akcjach lub opcjach na akcje). Mechanizm ten prowadzić jednak może do ukierunkowania działań kierownictwa na krótkookresowy wzrost wartości przedsiębiorstwa kosztem jego długookresowej stabilności. Sprzyja tym samym zjawiskom sprzecznym z interesami klientów, nadzorców i społeczeństwa ponoszącego koszty ewentualnej destabilizacji systemu.

Ponadto, na co uwagę zwraca M. Marcinkowska, cele zdefiniowane przez banki bywają niekiedy przeciwstawne. Konieczne staje się wówczas dokonanie wyboru pomiędzy nimi lub sprecyzowanie poziomu oczekiwanej ich realizacji¹⁰³. Listę celów najczęściej definiowanych przez podmioty sektora bankowego przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Cele działania banków

Poziom celów	Cele
Cele mikroekonomiczne	Osiągnięcie zysku (generowanie nadwyżki finansowej) Maksymalizacja wartości banku (dla właścicieli lub interesariuszy) Rozwój oferty dla klientów Zwiększenie skali działalności (sumy bilansowej) – w efekcie zwiększanie bazy klientów i operacji z nimi przeprowadzanych Zachowanie bezpieczeństwa banku (odpowiedzialność za powierzone zasoby, współtworzenie stabilności systemu finansowego)
Cele mezoekonomiczne	Współtworzenie bezpieczeństwa i stabilności systemu bankowego Poprawa konkurencyjności sektora bankowego względem konkurentów spoza sektora
Cele makroekonomiczne	Współtworzenie stabilności systemu finansowego Przyczynianie się do wzrostu gospodarczego Wkład do dobrobytu społeczeństwa

Źródło: M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 123.

Analiza informacji zawartych w tabeli 3 pozwala dostrzec ważną rolę, jaką w wiązce celów banku pełni zachowanie bezpieczeństwa i współtworzenie stabilności systemu. Należy podkreślić, że cel ten często wiąże się z ograniczaniem ryzyka działalności, a zatem z obniżaniem rentowności i konkurencyjności banków. Warto jednak zauważyć, że długookresowa stabilność leży w interesie wszystkich grup *stakeholders*, stąd strategię ukierunkowaną na zachowanie bezpieczeństwa

¹⁰³ M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 123.

(przy uwzględnieniu realizacji określonego poziomu innych celów) uznać należy za optymalną z punktu widzenia specyfiki funkcjonowania sektora bankowego. Charakterystyczny jest fakt publikacji licznych badań weryfikujących wpływ mechanizmów nadzorczych na cele związane z wynikami spółek, w tym również w sektorze finansowym, nieliczne jednak opracowania dotyczą oddziaływania *corporate governance* na wskaźniki bezpieczeństwa i stabilności (patrz: rozdział 3).

Na tle powyższych rozważań rysuje się złożoność problemu *corporate governance* w sektorze bankowym, którego mechanizmy powinny, po pierwsze, łagodzić problemy agencji, po drugie natomiast – wypracować kompromis pomiędzy partykularnymi celami poszczególnych grup interesariuszy a celem nadrzędnym, jakim powinno być dążenie do zachowania stabilności podmiotów sektora. Dodatkowo, instytucja zaufania publicznego, jak zwykle się określać bank, dawać powinna rękojmieję uczciwości rozumianej w kategoriach prawnych, ale również etyczno-moralnych. Uregulowania prawne, jak wspomniano, nie są gwarantem zachowań etycznych. Jak podkreśla P. Urbanek, „etyka w biznesie zaczyna się tam, gdzie kończą się normy legislacyjne”¹⁰⁴. Wydaje się jednocześnie, że to prawidłowo funkcjonujący system nadzoru może minimalizować skłonność do zachowań nieetycznych lub niezgodnych z założonymi celami.

Wielowymiarowość problematyki władztwa korporacyjnego w bankach utrudnia jego zwięzłą charakterystykę. Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego zdefiniował nadzór korporacyjny w sektorze bankowym jako sposób prowadzenia działalności i spraw banku przez radę i zarząd, wpływający na to, jak¹⁰⁵:

- określają oni cele działalności,
- prowadzą bieżącą działalność banku,
- realizują obowiązek odpowiedzialności wobec akcjonariuszy i uwzględniają interesy pozostałych *stakeholders*,
- spełniają wymóg prowadzenia działalności w sposób bezpieczny i gwarantujący dobrą sytuację finansową oraz przestrzegają obowiązujących regulacji,
- chronią interesy deponentów.

Odnosząc się do przytoczonej definicji, w opublikowanym w 2015 r. zbiorze dobrych praktyk Komitet Bazylejski sformułował 13 zasad nadzoru korporacyjnego w bankach, które dotyczą 6 obszarów: funkcjonowania rady nadzorczej, polityki wynagrodzeń, polityki zarządzania ryzykiem, środowiska ujawnień, audytu wewnętrznego i zewnętrznego oraz zewnętrznych organów nadzoru¹⁰⁶. W dalszej części rozdziału zostaną one scharakteryzowane¹⁰⁷ i stanowić będą punkt wyjścia do wskazania zmiennych objaśniających uwzględnionych w części empirycznej książki.

104 A. Adamska, Cz. Mesjasz, P. Urbanek, *Ład korporacyjny...*, s. 47.

105 Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations*, BIS, Basel, February 2006, s. 4.

106 Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines, Corporate Governance Principles for Banks*, July 2015.

107 Z wyjątkiem charakterystyki zewnętrznych organów nadzoru.

1.2.2. Wybrane mechanizmy i instytucje nadzorcze w bankowości

1.2.2.1. Koncentracja i struktura własności akcji

W najbardziej ogólnym ujęciu struktura własności akcji decyduje o rozdziale roszczeń rezydualnych¹⁰⁸ oraz przesądza o rozkładzie ryzyka związanego z działalnością przedsiębiorstwa. Jak zauważa M. Aluchna, nie byłaby ona jednym z kluczowych zagadnień związanych z *corporate governance*, gdyby pretendenci rezydualni nie dążyli do decydowania o firmie, egzekwując swoje dążenia poprzez wskazywanie członków rad i zarządów lub wywierania wpływu na ich decyzje¹⁰⁹. Tymczasem w literaturze coraz częściej podkreśla się, że akcjonariusze są właścicielami kapitału, a nie przedsiębiorstwa, oraz że przyjęcie perspektywy interesariuszy uchyla w pewnym zakresie prymat interesu właścicieli¹¹⁰. Stwierdzenie tego rodzaju odnieść można w szczególności do podmiotów sektora bankowego z dwóch powodów. Po pierwsze, dostarczycielami kapitału w bankach są nie tylko akcjonariusze, ale przede wszystkim deponenci. Po drugie, specyficzna rola banków oraz status instytucji zaufania publicznego sprawiają, że bezpieczeństwo i stabilność winny znaleźć się na jednej z najwyższych pozycji w hierarchii w wiązce celów banku. Ponadto, coraz częściej dostrzega się nieprawidłowości w działaniach właścicieli, podejmujących niekiedy decyzje wbrew interesowi spółek i dążących do realizacji jedynie partykularnych interesów¹¹¹.

Siła przetargowa akcjonariuszy oraz związane z nią prawdopodobieństwo zaistnienia wymienionych zagrożeń zależą od struktury i koncentracji własności. Biorąc pod uwagę opisywane kryteria, najczęściej wymienia się dwa typy przedsiębiorstw: kontrolowane przez menedżerów (własność rozproszona) lub przez właścicieli (własność skoncentrowana)¹¹². Przyczyn odmienności struktur własnościowych upatruje się w dwóch alternatywnych kierunkach myślenia¹¹³. Pierwszy traktuje strukturę własności jako pierwotną determinantę ładu wewnątrzkorporacyjnego i zakłada dążenie spółek do poszukiwania optymalnej struktury maksymalizującej efektywność i minimalizującej koszt kapitału. Drugi natomiast wywo-

108 Roszczenie rezydualne oznacza roszczenie realizowane po spłacie innych zobowiązań (głównie wobec Skarbu Państwa i wierzycieli kredytowych); podmioty do niego uprawnione, tj. właściciele akcji, nazywani są pretendenciami rezydualnymi (na podstawie: Cz. Mejszaj, *Kontrakty i relacje przedstawicielstwa w nadzorze nad przedsiębiorstwem*, „Organizacja i Kierowanie” 1998, nr 4, s. 62).

109 M. Aluchna, *Mechanizmy Corporate Governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 70–72.

110 M. Blair, *Ownership...*

111 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 185.

112 P. Urbanek, *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2009, nr 1, s. 383–398.

113 J. Jeżak, *Ład...*, s. 91–92.

dzi się z nauk prawnych oraz teorii instytucjonalnej i traktuje strukturę własności jako wynik oddziaływania określonych rozwiązań legislacyjnych. Nie przesądzając o słuszności przedstawionych kierunków interpretacyjnych, należy zauważyć silne zróżnicowanie struktur własnościowych w różnych krajach świata. Aspekt ten stanowi jeden z wyróżników tzw. anglosaskiego i kontynentalnego modelu nadzoru oraz implikuje konieczność zwrócenia szczególnej uwagi na różne miejsca powstawania konfliktów agencyjnych¹¹⁴.

Struktura własności i kontroli polskich spółek publicznych jest właściwa dla modelu kontynentalnego, a zatem charakteryzuje się silną koncentracją własności¹¹⁵. Można zatem domniemywać, że zasadniczą osią konfliktu agencyjnego jest relacja pomiędzy udziałowcami dominującymi¹¹⁶ a mniejszościowymi. Tym samym mechanizmy *corporate governance* w Polsce powinny być silniej ukierunkowane na ochronę akcjonariuszy mniejszościowych niż na oportunistyczne zachowania menedżerów¹¹⁷.

Sytuacja w sektorze bankowym jest w tym zakresie zbieżna z innymi sektorami gospodarki. W każdym spośród 38 banków komercyjnych działających w Polsce w 2015 r. (z czego 13 notowanych na GPW) KNF wskazuje inwestora strategicznego/dominującego, przy czym 12 banków kontrolowali inwestorzy krajowi, a 26 – zagraniczni¹¹⁸. Z badań przeprowadzonych przez M. Marcinkowską wynika, że średnia wartość udziałów kluczowego akcjonariusza banku przekracza 80%, przy czym średnia dla dużych banków jest nieco niższa¹¹⁹. Tendencja do tak silnego skoncentrowania własności w sektorze bankowym, obserwowana po przemianach własnościowych w Polsce, potwierdza tezę A. Shleifera i R. Vishny'ego, zgodnie z którą w warunkach niedojrzałych ram prawnych efektywny nadzór korporacyjny powstaje na drodze koncentracji własności¹²⁰.

Należy podkreślić, że koncentracja własności niesie ze sobą również szereg pozytywnych aspektów. Dominująca pozycja akcjonariusza zwykle stanowi bodziec

114 Niniejsza monografia koncentruje się na analizie polskiego rynku, dlatego rozważania zostaną zawężone do modelu kontynentalnego *corporate governance*. Szerzej o innych modelach (w tym również japońskim i łańskim): *ibidem*, s. 164–197.

115 K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 289–293.

116 W dalszej części książki autorka wymiennie używa terminów: „akcjonariusz dominujący” i „akcjonariusz strategiczny”, ponieważ w warunkach spółek notowanych na GPW są to pojęcia tożsame (występowanie akcji uprzywilejowanych, które dawałyby przewagę decyzyjną akcjonariuszowi mniejszościowemu jest sytuacją incydentalną).

117 E. Berglof, A. Pajuste, *Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Central and Eastern Europe*, [w:] P. Cornelius, B. Kogut (eds), *Global Competitiveness and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford 2003, s. 267–302.

118 Dane na koniec 2015 r. na podstawie: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, Warszawa 2016.

119 Dane dla lat 2008, 2010 i 2012 na podstawie: M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 182–184.

120 A. Shleifer, R. Vishny, *A Survey...*

do zaangażowania się w sprawy spółki i bardziej skutecznego monitoringu kadry kierowniczej. Mając większą moc decyzyjną, akcjonariusze większościowi są zmotywowani do uczestnictwa w walnych zgromadzeniach i głosowaniach. Jednocześnie inwestując istotną część zasobów w akcje pojedynczego podmiotu, mogą skłaniać się do bardziej zachowawczej strategii i mniej ryzykownych inwestycji spółki¹²¹. W przypadku sektora bankowego powyższe założenie może przekładać się na podejmowanie działań zwiększających stabilność banku. Nie należy jednak zapominać w tym przypadku o mechanizmach tzw. sieci bezpieczeństwa finansowego (silny nadzór państwowy, gwarancje depozytów, wsparcie płynnościowe), które z dużym prawdopodobieństwem zwiększają skłonność do ryzyka dawców kapitału.

Na tle zarysowanych powyżej rozważań kształtują się dwie zasadnicze kwestie związane ze strukturą i koncentracją własności, które uznać można za kluczowe przy analizie ładu korporacyjnego w polskim sektorze bankowym. Należą do nich ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz związana z nią siła wpływu dominujących podmiotów zagranicznych.

Naruszanie praw akcjonariuszy mniejszościowych przybierać może różne formy. Wśród najistotniejszych wymienić należy¹²²:

- transferowanie zasobów przez akcjonariusza dominującego przy niekorzystnych dla spółki zależnej cenach transferowych (zawyżanie kosztów w kontrolowanej spółce);
- wykorzystywanie poufnych informacji do przeprowadzania transakcji;
- emisje uprzywilejowane zwiększające udział akcjonariusza dominującego;
- pozyskiwanie przez kontrolowaną spółkę środków potrzebnych dominującemu akcjonariuszowi;
- wypłata dywidendy wbrew interesom spółki;
- manipulowanie kursami akcji (obniżanie poprzez pogorszenie wyniku lub sztuczne podwyższanie), co zakłóca percepcję faktycznej wyceny przez pozostałych akcjonariuszy.

Spośród opisanych przykładów negatywnych działań podejmowanych przez akcjonariuszy większościowych A. Słomka-Gołębiowska wymienia te najczęściej wskazywane przez banki notowane na GPW¹²³. Należą do nich: transferowanie zysków za granicę, zawyżane/zaniżane ceny transferowe, wygórowane prowizje, niskie ceny akcji przy wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji oraz nieujawnianie wstępnych rocznych wyników finansowych. Inwestorzy mniejszościowi podkreślają

121 E.F. Fama, M. Jensen, *Agency Problems and Residual Claims*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 327–349.

122 A. Shleifer, R. Vishny, *A Survey...*; K. Postrach, *Cele nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach giełdowych*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 185–198.

123 A. Słomka-Gołębiowska, *Nadzór korporacyjny banków w Polsce w okresie kryzysu finansowego*, [w:] P. Urbaneek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach...*, s. 173.

dotatkowo, że sprawozdania finansowe są najpierw przekazywane podmiotom dominującym (celem sporządzenia sprawozdań skonsolidowanych), przez co inwestorzy strategiczni posiadają uprzywilejowaną pozycję w zakresie dostępu do danych.

Sytuacja na polskim rynku bankowym zdominowanym w latach analizy przez inwestorów zagranicznych¹²⁴ wymusza konieczność przyjrzenia się oddziaływaniu zagranicznych podmiotów dominujących na zachowania rodzimych spółek-córek. A.N. Berger i inni prezentują dwie hipotezy dotyczące wpływu kapitału zagranicznego na efektywność banków zależnych: pierwsza zakłada pozytywne oddziaływanie inwestora z zagranicy (*global advantage*), druga natomiast przewagę banków krajowych (*home field advantage*)¹²⁵. Jak podkreślają badacze, drugą teorię zwykle potwierdzają badania w krajach rozwiniętych, natomiast w przypadku państw po transformacji lepsze wyniki osiągają banki z kapitałem zagranicznym¹²⁶. Wyniki badań empirycznych polskiego sektora bankowego w zakresie wskaźników efektywności dowodzą słuszności powyższego stwierdzenia¹²⁷. Tym niemniej w literaturze obecne są również głosy postulujące tzw. udomowienie lub repolonizację banków¹²⁸.

Rozważanie prawdopodobnego oddziaływania inwestorów zagranicznych w kontekście stabilności banku jest kwestią złożoną. Wydaje się, że stopniowe podnoszenie wymogów kapitałowych przez Komitet Bazylejski, a następnie Unię Europejską¹²⁹ oraz zezwolenie na szacowanie wskaźników płynnościowych i kapitałowych na poziomie grup kapitałowych może mieć wielorakie konsekwencje. Po pierwsze, może stanowić motywację do forsowania nadmiernie zachowawczej strategii w spółkach córkach i „rekompensowania” w ten sposób tzw. buforów kapitałowych w innych podmiotach grupy. Takie działania mogą się przejawiać w ograniczeniu wartości aktywów (czyli obniżaniu akcji kredytowej) celem poprawienia wskaźnika wypłacalności¹³⁰. Zasadniczo zatem wpływać będą pozytywnie na wartość wskaźnika (mniejszy mianownik), jednak oddziaływania takiego nie można zakwalifikować jako jednoznacznie pozytywnego. Z drugiej strony, okres prosperity sprzyja natężeniu finansowania pochodzącego z zagranicy i zachęca

124 W 2015 r. aktywa banków kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych stanowiły 59% aktywów sektora, na podstawie: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, Warszawa 2016, s. 20.

125 A.N. Berger, R. DeYoung, H. Genay, G.F. Udell, *Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance*, FRB Chicago Working Paper, no. 1999-25, Chicago 2001.

126 E. Miklaszewska (red.), *Bank na rynku finansowym: Problemy skali, efektywności i nadzoru*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 305.

127 E. Miklaszewska, K. Mikołajczyk, *Foreign Bank Entry and Bank Performance in Poland: Testing the Global Advantage Hypothesis*, „Journal of Money, Investment and Banking” 2009, Issue 10, s. 57–78.

128 Szerzej na ten temat: K. Postrach, *Struktura własności polskich banków w świetle nowych regulacji systemu bankowego Unii Europejskiej*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 129–142.

129 Mowa tutaj o tzw. Bazylei III oraz dyrektywie CRD IV.

130 Stosunek kapitałów własnych do aktywów ważonych ryzykiem.

podmioty w Polsce do ekspansji kredytowej, co oddziałuje negatywnie zarówno na wskaźniki wypłacalności, jak i ogólne bezpieczeństwo banków i całego sektora¹³¹.

W świetle przedstawionych refleksji trudno jednoznacznie przesądzać o pozytywnym bądź negatywnym oddziaływaniu inwestorów zagranicznych. Z jednej strony rysuje się ich dodatni wpływ na wyniki kontrolowanego podmiotu, z drugiej zaś tendencja do zarządzania ryzykiem w znaczącym stopniu uwzględniająca interes i strategię grupy, w mniejszym natomiast uwarunkowania krajowe.

W literaturze przedmiotu podkreśla się również coraz częściej rolę inwestorów instytucjonalnych, czyli podmiotów (zwykle banków, funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, zakładów ubezpieczeń itd.), które dysponując powierzonym im kapitałem, lokują go na rynkach finansowych, stając się tym samym posiadaczami relatywnie dużych pakietów akcji. Obecnie oczekuje się od nich przyjęcia aktywnej roli dominujących akcjonariuszy, zainteresowanych efektywnym monitorowaniem działalności zarządów spółek¹³². Uwzględniając jednak opisaną wcześniej silną koncentrację kapitału w sektorze bankowym w Polsce i skupienie większościowego pakietu akcji i głosów w rękach jednego właściciela, nie można zakładać, że dysponujący mniejszymi pakietami inwestorzy instytucjonalni przejmą rolę akcjonariusza dominującego. Należałoby jednak od nich oczekiwać wykonywania praw akcjonariuszy (głosowania, zgłaszania projektów uchwał), spotkań z członkami rady nadzorczej i zarządu, wyrażania opinii, współpracy z innymi inwestorami czy publicznego wyrażania opinii na temat spółki, w tym również w zakresie ładu korporacyjnego¹³³. Działalność taka może pozytywnie wpływać na stabilność nadzorowanego banku, aczkolwiek szereg autorów podkreśla również liczne bariery efektywnego nadzoru sprawowanego przez inwestorów instytucjonalnych¹³⁴.

Reasumując, koncentrację i strukturę własności akcji należy uznać za jedne z zmiennych silnie determinujących model nadzoru realizowany w przedsiębiorstwie. Polski sektor bankowy cechuje się w tym zakresie wysoką koncentracją kapitału oraz zaangażowaniem podmiotów zagranicznych. Pozwala to domniemywać istnienia konfliktu agencyjnego w relacji akcjonariusz dominujący–akcjonariusz mniejszościowy z uwzględnieniem jego szczególnych implikacji w sytuacji występowania dominującego inwestora z zagranicy. Realizacja przez bank strategii, pożądaney z punktu widzenia wszystkich jego interesariuszy, wymaga zatem sprawnych mechanizmów *corporate governance* szczególnie w obszarze ochrony praw właścicieli mniejszościowych oraz priorytetowego traktowania interesariuszy krajowych.

131 Taka sytuacja miała miejsce podczas boomu kredytowego przed upadkiem banku Lehman Brothers, kiedy na skutek finansowania zagranicznego w Polsce wzrósł udział kredytów zagrożonych w kredytach ogółem, szerzej na ten temat: A. Słomka-Gołębiowska, *Nadzór...*, s. 176.

132 P. Urbanek, *Struktura...*

133 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 165.

134 P. David, R. Kochhar, *Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implications for theory and practice*, „European Management Journal” 1996, vol. 14(5), s. 457–466.

1.2.2.2. Rola, skład i kompetencje rady

W ramach różnych systemów prawnych funkcjonują dwa podstawowe modele struktury nadzoru i kierownictwa spółek – model jednopoziomowy (*one-tier board*) oraz dwupoziomowy (*two-tier board*). W pierwszym, charakterystycznym przede wszystkim dla krajów anglosaskich, w spółce powoływany jest jeden organ władzy – rada dyrektorów, skupiający dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych. Drugi model charakteryzuje się rozdzieleniem władzy nadzorczej (sprawowanej przez radę nadzorczą) oraz zarządczej i wykonawczej (sprawowanej przez członków zarządu spółki).

A. Cadbury wskazuje na cztery fundamentalne różnice pomiędzy opisanymi modelami¹³⁵. Po pierwsze, w modelu jednopoziomowym rada kontroluje spółkę, nadzoruje menedżerów i inicjuje działania, podczas gdy w modelu dwupoziomowym inicjowanie działań leży w gestii członków zarządu. Po drugie, model dwupoziomowy wyraźnie rozróżnia obowiązki członków zarządu i rady, natomiast w radzie dyrektorów kompetencje wszystkich członków w zakresie działalności w radzie są jednakowe. Po trzecie, w modelu jednopoziomowym w radzie zasiadają zarówno członkowie wewnętrzni, jak i zewnętrzni. Skład rady w modelu dwupoziomowym ogranicza się tylko do członków zewnętrznych (w Polsce dopuszczalne jest – z pewnymi ograniczeniami – powoływanie do rady pracowników¹³⁶). Czwarty aspekt wynika z rozdziału kompetencji i dotyczy różnego trybu pracy członków rady nadzorczej i kierownictwa. Członkowie rady dyrektorów mają zwykle podobne obowiązki i organizację pracy jak menedżerowie, rada nadzorcza natomiast pracuje w innym trybie, najczęściej zwołując posiedzenia kilka razy w roku.

W Polsce mamy do czynienia z modelem dwupoziomowym, choć w literaturze przedmiotu coraz częściej podkreśla się konwergencję obu modeli¹³⁷. Zdaniem niektórych autorów, polski system nadzoru już od momentu powstania czerpał z modelu monistycznego i jest rezultatem kompromisu pomiędzy polskim systemem prawnym a elementami amerykańskimi i rodzimą praktyką¹³⁸. Jakkolwiek słuszne są powyższe spostrzeżenia, to jednak należy stwierdzić, że z formalnego punktu widzenia, tj. zgodnie z uregulowaniami kodeksu spółek handlowych (k.s.h.), system władzy w spółkach akcyjnych jest dwupoziomowy. Współtworzą go wprawdzie trzy instytucje – walne zgromadzenie akcjonariuszy, rada nadzorcza oraz zarząd spółki, przy czym rada reprezentować ma interesy spółki, a jej podstawowym zadaniem jest stały nadzór nad działalnością spółki

135 A. Cadbury, *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*, Oxford University Press, Oxford 2002.

136 Możliwość powoływania do rady pracowników spółki reguluje ustawa z dnia 15 września 2000 roku *Kodeks spółek handlowych*, Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037, art. 214 i 387.

137 J. Jeżak, *Rada nadzorcza w procesie kreowania wartości spółki – potrzeba zmian modelowych i organizacyjnych*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, nr 4, cz. 1, s. 238.

138 M. Grelowski, *W dążeniu do korporacyjnej poprawności*, „Harvard Business Review Polska” 2006, nr 5, s. 112–113.

we wszystkich dziedzinach jej działalności¹³⁹. Do kompetencji rady należy również, jeżeli statut nie stanowi inaczej, powoływanie i odwoływanie członków zarządu (art. 368 k.s.h.) oraz zawieszanie w czynnościach, z ważnych powodów, poszczególnych lub wszystkich członków zarządu i delegowanie członków rady do czasowego wykonywania ich czynności (art. 382 k.s.h.). Enigmatyczne kodeksowe sformułowanie „nadzór nad działalnością spółki” E. Walińska i J. Gad interpretują jako nadzór nad trzema głównymi obszarami: bieżącą działalnością, systemem informacyjnym oraz procesem tworzenia i realizacji strategii¹⁴⁰.

Już kilkanaście lat temu środowisko eksperckie zaczęło dostrzegać potrzebę rozszerzenia kompetencji rady¹⁴¹. J. Strasser stwierdził wprost, że rada, która tylko nadzoruje, należy do przeszłości¹⁴². Badacze postulują uzupełnienie zadań rady m.in. działalnością doradczą, uważaną przez niektórych za przedłużenie funkcji nadzorczej¹⁴³. A. Opalski podkreśla, że „rada powinna pomagać zarządowi w wyznaczaniu celów spółki i określaniu sposobów ich realizacji, zatem występować w roli instytucjonalnego doradcy i partnera zarządu”¹⁴⁴.

Odzwierciedleniem tendencji do zwiększania roli rad nadzorczych jest nowelizacja ustawy o rachunkowości wprowadzona w związku z koniecznością implementacji Dyrektywy 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r.¹⁴⁵ Przedmiotowa Dyrektywa, a w ślad za nią art. 4a ustawy o rachunkowości¹⁴⁶, nakłada na organy administrujące, zarządzające i nadzorcze spółki odpowiedzialność prawną za sporządzanie i publikowanie rocznych sprawozdań finansowych oraz rocznego sprawozdania z działalności. Tym samym rada nadzorcza, także w świetle przepisów „twardego” prawa, przestaje być postrzegana tylko jako organ nadzoru i staje się współodpowiedzialna za podawane do publicznej informacji dane o spółce¹⁴⁷. Rozciągnięcie zakresu odpowiedzialności rady na odpowiedzialność za

139 Ustawa z dnia 15 września 2000 roku *Kodeks spółek handlowych...*, Rozdział 3.

140 E. Walińska, J. Gad, *Rada nadzorcza jako użytkownik systemu informacyjnego rachunkowości w publicznych spółkach kapitałowych – doświadczenia polskiej praktyki*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 218.

141 Patrz np. J.W. Lorsch, J.S. Sailer, *Rada a ocena działalności spółki*, [w:] M. Hensel (red.), *W poszukiwaniu skutecznej rady, czyli o kontroli spółek akcyjnych w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1995, s. 101–112; J. Strasser, *Dieses Know-How muss sein Verwaltungsratmitbringen*, „Management Zeitschrift-IO” 1989, no. 5, s. 27–30.

142 J. Strasser, *Dieses...*, s. 27.

143 J. Jeżak, *Rada nadzorcza a sytuacja kryzysowa w spółce*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach...*, s. 57.

144 A. Opalski, *Prawo gospodarcze i handlowe. Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 512.

145 Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r., Dz.U. UE L 224 z 16 sierpnia 2006 r.

146 Ustawa z dnia 18 marca 2008 roku o zmianie ustawy o rachunkowości, Dz.U. 2008, nr 63, poz. 393.

147 A. Domańska, *Zmiana charakteru roli rady nadzorczej w świetle nowelizacji ustawy o rachunkowości*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach...*, s. 388.

kształt sprawozdań finansowych interpretuje się jako narzędzie służące tworzeniu modelu nadzoru bardziej świadomego i odpowiedzialnego za jedną z najważniejszych sfer działalności spółki, jaką jest sprawozdawczość finansowa¹⁴⁸.

Zwiększenie zaangażowania i aktywności rady w obszarze kontroli sprawozdań finansowych uznać należy za postulat o znaczeniu szczególnie istotnym w sektorze usług bankowych. Można przypuszczać, że implementacja opisywanych wytycznych przyczyni się do zwiększenia świadomości oraz odpowiedzialności członków rady za podejmowane przez bank ryzyko. Także bazyłejskie dobre praktyki nadzoru korporacyjnego szczególnie silnie akcentują kwestie ryzyka w odniesieniu do roli rady, sugerując, że rada banku powinna¹⁴⁹:

- zatwierdzać i monitorować ogólną strategię biznesową banku, z uwzględnieniem jego długoterminowych interesów finansowych, ekspozycji na ryzyko i możliwości skutecznego zarządzania ryzykiem;
- zatwierdzać, a następnie nadzorować wdrażanie ogólnej strategii ryzyka (w tym tolerancji ryzyka lub/i apetytu na ryzyko), polityki ryzyka, zarządzania ryzykiem i zgodności z przepisami, systemu kontroli wewnętrznej, zasad *corporate governance*, zasad i wartości korporacyjnych, w tym kodeksów postępowania lub podobnych uregulowań oraz systemu wynagradzania.

Bardziej precyzyjnie zadania rady w banku komercyjnym formułuje D. McNaughton, podkreślając konieczność zaangażowania jej członków w następujące czynności¹⁵⁰:

- zatwierdzanie dużych kredytów lub tych, które stanowią odstępstwo od przyjętych zasad polityki kredytowej banku;
- zatwierdzanie dużych inwestycji, sprzedawanie aktywów oraz ustalanie zasad wynagradzania personelu;
- zapobieganie praktykom typu „samoobsługa” (finansowanie przez bank transakcji członków własnej rady) oraz transakcjom preferencyjnym z osobami związanymi z bankiem;
- ustanawianie komisji audytu przeglądającej sprawozdania finansowe i prowadzącej kontrolę wewnętrzną;
- ustanawianie zintegrowanej polityki banku w zakresie finansów, kredytowania oraz spraw kadrowych.

Powyższe postulaty przesadzają o kluczowej roli, jaką ma pełnić rada nadzorcza (lub rada dyrektorów) we współczesnym banku. Dlatego kwestią fundamentalną staje się odpowiedź na pytanie o determinanty jej skuteczności. J. Jeżak klasyfikuje je w trzech kategoriach, twierdząc, że efektywność rady zależy od czynników systemowych (związanych ze stopniem rozwoju gospodarki, rynku kapitałowego, re-

148 *Ibidem*.

149 Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for Enhancing Corporate Governance*, BIS, Basel, October 2010.

150 D. McNaughton, *Zarządzanie nowoczesnym bankiem w okresie zmian, efektywne zarządzanie zmianami*, Fundacja WIB, Warszawa 1995, s. 18.

gulacji prawnych i kultury organizacyjnej), czynników na poziomie organów nadzoru (tj. funkcji, składu, liczebności, długości kadencji, częstotliwości posiedzeń, liczby komitetów itp.) oraz czynników na poziomie członków organu nadzorczego (dotyczących zasad ich wyboru i wynagradzania, roli i osobowości przewodniczącego, systemu oceny efektywności rady)¹⁵¹.

Odmienne poglądy prezentują D.P. Forbes i F.J. Milliken, powołując się na stworzony przez siebie model wpływu procesów grupowych na efektywność zespołów zarządzających i przedsiębiorstwa¹⁵². Elementy wymienione przez J. Jeżaka (z wyjątkiem czynników systemowych, których w ogóle nie biorą pod uwagę) klasyfikują jako „cechy strukturalne”, które, ich zdaniem, pomijają aspekty behawioralne i interpersonalne i nie wpływają bezpośrednio na efektywność działań grupy, w tym również rady spółki. Tym, co w prezentowanym modelu ma kluczowe znaczenie, są „procesy grupowe” scharakteryzowane jako normy wysiłku, konflikt poznawczy i korzystanie z wiedzy i umiejętności. Odnoszą się one do podzielanego przez grupę przekonania o koniecznym stopniu zaangażowania, do stopnia ujawniania różnych, czasem przeciwstawnych postaw i opinii oraz możliwości skutecznego ujawniania i zastosowania posiadanych zasobów wiedzy i umiejętności.

Autorka przychyliła się do twierdzenia o istotności czynników behawioralnych. Nie sposób jednak nie dostrzec barier metodologicznych utrudniających lub nawet uniemożliwiających zbadanie poziomu natężenia procesów grupowych wskazanych przez D.P. Forbesa i F.J. Millikena. Jednocześnie łatwiej mierzalne elementy strukturalne wydają się mieć bezpośredni wpływ na opisywane procesy. I tak na przykład uwzględnione w modelu w rozdziale 4 liczebność rady nadzorczej oraz wielkość frakcji członków niezależnych determinują w pewnym zakresie wszystkie zjawiska wymienione przez zwolenników podejścia behawioralnego. Bardziej liczne rady generują silniejsze konflikty, mogą też zmniejszać normy wysiłku („rozmywając” odpowiedzialność pojedynczych członków). Członkowie niezależni natomiast ujawniać mogą odmienne postawy, nasilając konflikty, a ich niezależność daje prawdopodobnie większą autonomię i możliwość prezentowania i zastosowania posiadanych poglądów i wiedzy.

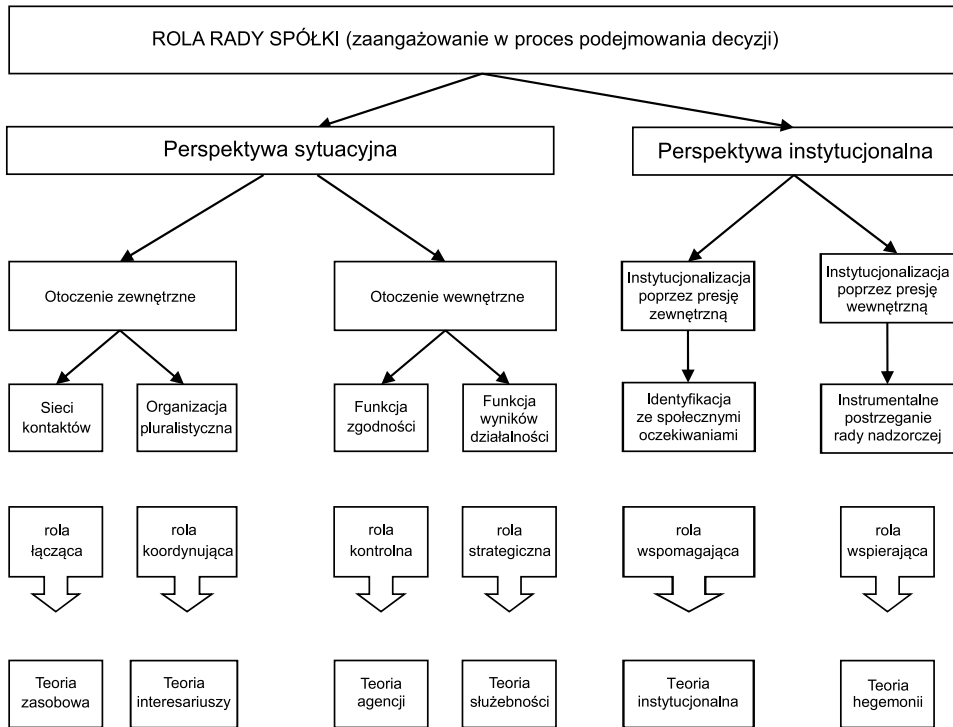
Rada nadzorcza banku działającego w formie spółki akcyjnej liczyć musi co najmniej pięć osób fizycznych¹⁵³. Przeciętą radą w banku komercyjnym w Polsce składa się z ośmiu osób, z czego średnio połowę stanowią członkowie niezależni¹⁵⁴. Poglądy dotyczące optymalnej liczby członków rady zależą m.in. od przyjętej teorii nadzoru i wynikającej z niej roli rady (rysunek 3).

151 J. Jeżak, *Czynniki determinujące efektywność nadzoru właścicielskiego – doświadczenia zachodnie i krajowe*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 3, s. 25–30.

152 D.P. Forbes, F.J. Milliken, *Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups*, „Academy of Management Review” 1999, no. 24(3), s. 498.

153 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku *Prawo bankowe*, Dz.U.2002.72.665, art. 22.

154 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 208–211.



Rysunek 3. Typologia teorii odnoszących się do rady spółki

Źródło: H. Hung, *A Typology of the Theories of the Roles of the Governing Boards*, „Corporate Governance Research Papers” 1998, vol. 6, no. 2, s. 102–103.

Podkreślana w teorii agencji rola kontrolna rady implikuje konieczność stworzenia licznej rady, zdolnej do skutecznego kontrolowania menedżerów. Podobny wniosek wynika z przyjęcia teorii zasobowej i teorii interesariuszy, zgodnie z którymi rada jest mechanizmem łączącym i koordynującym spółkę z otoczeniem i szerokim (zwłaszcza w przypadku banków) środowiskiem interesariuszy, a jej działalność winna zmniejszać niepewność i zapewniać koordynację celów wszystkich grup interesów. Postuluje się zatem jak najliczniejsze rady, dzięki którym spółki będą miały dostęp do większej liczby zasobów (takich jak fachowa wiedza, doradztwo, kontakty), a na forum rady będą prezentowane interesy możliwie wielu przedstawicieli otoczenia.

Przeciwnie postulaty wysuwa się na podstawie teorii służebności i hegemonii menedżerskiej, w przypadku których rady powinny być mało liczne. Teoria *stewarda* nie zakłada istnienia konfliktu pomiędzy właścicielami a menedżerami, natomiast teoria hegemonii menedżerskiej przypisuje radzie niewielkie znaczenie. Stąd dążenie do zwiększania liczebności rady, zgodnie z tymi teoriami, utrudnia osiągnięcie konsensusu i niepotrzebnie zwiększa koszty funkcjonowania spółki.

Wpływ liczebności rady na efektywność podejmowanych przez nią działań nie jest jednoznaczny zarówno w warstwie rozważań teoretycznych, jak i na podstawie wyników badań empirycznych (podrozdz. 3.2.3.1). Z dużym prawdopodobieństwem można jednak założyć, że silniejszy monitoring ze strony rady ogranicza oportunistyczny menedżerów i ich nadmierną skłonność do ryzyka, stabilizując sytuację banku. Kwestią dyskusyjną natomiast pozostaje stwierdzenie, czy silniejszy monitoring wykazują bardziej czy mniej liczne organy.

Opisana w poprzednim punkcie struktura własności polskich banków pozwala przypuszczać, że potencjalne zagrożenie zachwiania równowagi pomiędzy interesami różnych grup właścicieli wynika z wyraźnej dominacji akcjonariusza strategicznego, często pochodzącego z zagranicy. Częściowym remedium na tego rodzaju niebezpieczeństwo jest instytucja niezależnego członka rady, który, nie będąc desygnowanym przez właściciela, powinien obiektywizować opinie rady, równoważyć interesy wszystkich akcjonariuszy i zapewnić priorytet działaniom dla dobra spółki. Zadania te wydają się tym bardziej istotne w analizie podmiotów sektora bankowego, w którym dobro spółki (banku) odgrywa kluczową rolę dla stabilności systemu finansowego.

Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW zalecają, aby przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej było niezależnych, natomiast ustawa o biegłych rewidentach i ich samorządzie¹⁵⁵ nakazuje, aby niezależny członek wchodził w skład komitetu audytu, przy czym powołanie komitetu audytu jest w bankach publicznych obligatoryjne (również na mocy wspomnianej ustawy). Zgodnie z przepisami ustawy niezależny członek rady¹⁵⁶:

- nie posiada udziałów, akcji lub innych tytułów własności w jednostce, w której wykonuje czynności rewizji finansowej, lub w jednostce z nią powiązanej;
- w ostatnich trzech latach nie uczestniczył w prowadzeniu ksiąg rachunkowych lub sporządzaniu sprawozdania finansowego jednostki, w której wykonywał czynności rewizji finansowej;
- nie jest małżonkiem, krewnym lub powinowatym w linii prostej do drugiego stopnia lub z osobą będącą członkiem organów nadzorujących, zarządzających lub administrujących jednostki.

Pomimo licznych głosów podważających zasadność zwiększania liczby członków niezależnych, wśród których najczęściej podnosi się argument ich ograniczonej wiedzy o spółce¹⁵⁷, polskie spółki zaczynają dostrzegać pozytywne strony ich obecności w radzie¹⁵⁸. Sami członkowie rad przyznają, że osoby niezależne, „jeże-

155 Ustawa z dnia 7 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym, Dz.U. 2009, nr 77, poz. 649; 2010, nr 182, poz. 1228, art. 86.

156 *Ibidem*.

157 C.B. Carter, J.W. Lorsch, *Back to Drawing Board*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts 2004, s. 24–44.

158 I. Kołodkiewicz, *Niezależny członek rady nadzorczej w Polsce. Podsumowanie pierwszej dekady doświadczeń*, [w:] P. Urbaneck (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 255.

li [...] są naprawdę dobrzy, to pamiętają o tych mniejszościowych”, ich obecność traktowana jest jako swoisty „zawór bezpieczeństwa” i uznaje się ją za szczególnie pożądaną w przypadku supremacji przedstawicieli dominującego akcjonariusza – inwestora zagranicznego¹⁵⁹.

Na tym tle interesująco przedstawiają się wyjaśnienia banków dotyczące nieprzestrzegania zasady dotyczącej niezależności członków¹⁶⁰. Tłumacząc fakt niestosowania omawianego punktu kodeksu, powołują się na zasadę rządów większości i ochrony mniejszości kapitałowej. Według przedstawianych oświadczeń, akcjonariusz, który wniósł większy kapitał, ponosi większe ryzyko gospodarcze, dlatego uzasadnione jest uwzględnianie jego interesów proporcjonalnie do wniesionego kapitału poprzez prawo do wskazywania kandydatów do rady nadzorczej gwarantujących realizację przyjętej dla spółki strategii¹⁶¹. Tego rodzaju stwierdzenia pozostają w sprzeczności z koncepcją banku jako przedsiębiorstwa interesariuszy, w którym społeczna odpowiedzialność powinna być uznawana za cel nadrzędny w stosunku do korzyści posiadaczy akcji.

Tymczasem badania przedstawione przez P. Urbanka dowodzą, że członkowie rad nadzorczych polskich spółek publicznych opowiadają się za priorytetowym znaczeniem aspektów związanych z przetrwaniem, ograniczeniem ryzyka i długookresowym rozwojem firmy, w dalszej kolejności wskazując na istotność wypracowania zysku dla właścicieli¹⁶². Należy zatem uznać, że w sferze deklaratywnej przychylają się do perspektywy *stakeholders*. Prawdopodobieństwo urzeczywistniania deklarowanych celów w praktyce gospodarczej jest tym większe, im bardziej będą oni niezależni od poleceń wydawanych przez dominującego inwestora, zwłaszcza jeśli reprezentuje on interesy zagranicznej grupy kapitałowej.

Silna, autonomiczna pozycja rady nadzorczej stanowi ważny czynnik zwiększający stabilność banku i budujący zaufanie społeczne do instytucji sektora finansowego. Jak podkreśla A. Słomka-Gołębiowska, zdominowanie rad polskich banków przez przedstawicieli inwestora strategicznego zwiększa prawdopodobieństwo, że będą one działać w jego interesie, co może być sprzeczne z interesami akcjonariuszy mniejszościowych i innych interesariuszy, zwłaszcza deponentów¹⁶³. Taka

159 *Ibidem*, s. 251.

160 Do roku 2009 niezależność regulowana była jedynie w zasadach dobrych praktyk, zatem istniała pewna dowolność w zakresie jej implementacji, od roku 2009 przepisy narzucają obecność niezależnego członka w Komitecie Audytu, przy czym dobre praktyki zalecają wprowadzenie co najmniej dwóch do rady nadzorczej.

161 A. Wieczorek, *Niezależność członków rady nadzorczej na przykładzie polskich banków publicznych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 339.

162 P. Urbanek, *Ewolucja funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 188.

163 A. Słomka-Gołębiowska, *Nadzór...*, s. 172.

sytuacja zagraża bezpieczeństwu finansowemu banku, dlatego skuteczne funkcjonowanie rad nadzorczych uznać należy za jedno z najważniejszych ogniw ładu korporacyjnego w tym sektorze. Kwestią bardzo istotną są w tym aspekcie uwarunkowania osobowościowe i interpersonalne członków rad. Wynikają one jednak w części ze struktury organizacyjnej, której elementy stanowić będą przedmiot analizy podjętej w części empirycznej monografii.

1.2.2.3. Polityka kadrowa

Ustawa *Prawo bankowe* stanowi, że zarząd banku działającego w formie spółki akcyjnej składa się z co najmniej trzech osób fizycznych powoływanych i odwoływanych przez radę nadzorczą, przy czym powołanie dwóch członków zarządu banku, w tym prezesa, następuje za zgodą Komisji Nadzoru Finansowego¹⁶⁴. Kodeks spółek handlowych z kolei wskazuje, że do kompetencji zarządu należy kierowanie działalnością bieżącą spółki i reprezentowanie jej na zewnątrz¹⁶⁵. Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego precyzuje zakres odpowiedzialności członków zarządu banku, sprowadzając go do zapewnienia – zgodnie z wytycznymi rady – że działania banku, są zgodne ze strategią biznesową, ustaloną tolerancją ryzyka lub apetytem na ryzyko i polityką zatwierdzoną przez radę¹⁶⁶.

Określona w ten sposób rola zarządu dowodzi z jednej strony jego teoretycznie niewielkich kompetencji w zakresie wpływu na kształtowanie strategii banku, z drugiej natomiast – świadczy o tym, że faktyczny stopień realizacji strategii zależy w głównej mierze od działań podejmowanych przez menedżerów. Ponadto, sygnalizowany wcześniej potencjalny konflikt pomiędzy kierownictwem a właścicielami oraz asymetria informacji sprawiają, że kwestia jakości procesów zarządzających w spółce jest jednym z podstawowych zagadnień analizowanych w ramach badań ładu korporacyjnego.

Problematyka zarządzania, zwłaszcza w wymiarze etycznym, stanowi ważny aspekt rozważań dotyczących relacji korporacyjnych w instytucjach finansowych. Szczególna rola tych instytucji, rodząca opisywany wcześniej stosunek zaufania, wiąże się z oczekiwaniami wysokich standardów moralnych w odniesieniu do osób zarządzających kapitałem powierzonym podmiotom sektora bankowego. Jednocześnie wskazuje się, że to erozja postaw etycznych leży u podstaw nadużyć i kryzysów finansowych. W tej sytuacji rodzi się naturalne pytanie o możliwość stworzenia systemu zachęt lub sankcji, które minimalizowałyby skłonność menedżerów do zachowań godzących w interesy banku. Trzeba bowiem podkreślić, że niezależnie od swoich osobistych aspiracji, na pierwszym miejscu powinni oni stawiać kwestie związane z bezpieczeństwem, stabilnością i efektywnym rozwojem

164 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku *Prawo bankowe*, Dz.U.2002.72.665, art. 22a, b.

165 Ustawa z dnia 15 września 2000 roku *Kodeks spółek handlowych...*, art. 368.

166 Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for...*

oraz generowaniem pożądaných (z punktu widzenia wszystkich interesariuszy) wyników działalności¹⁶⁷.

Można zauważyć, że przedstawione w podrozdz. 1.1.2 teorie nadzoru korporacyjnego w różny sposób przedstawiają intencje i zachowania członków kadry kierowniczej. Część z nich zakłada, że są oni profesjonalistami utożsamiającymi się z celami firmy, stanowiącymi cenny zasób przedsiębiorstwa (teoria służebności, teoria hegemonii menedżerskiej, teoria zasobowa). Inne akcentują potencjalną rozbieżność celów oraz wynikającą z nich konieczność ponoszenia kosztów transakcyjnych i właściwego konstruowania kontraktów (teoria agencji, teorie instytucjonalne). Niezależnie jednak od przyjętego stanowiska teoretycznego, kluczowe znaczenie dla skutecznego pełnienia funkcji menedżerskich wydają się mieć, podobnie jak w przypadku członków rad nadzorczych, czynniki behawioralne i interpersonalne. D. Miller i C. Sardais wymieniają wśród najważniejszych: osobowość, uczciwość, reputację i relacje z interesariuszami, odwagę, społeczną wrażliwość, niezależność finansową i społeczną, emocjonalną niezależność od właścicieli oraz wiedzę dotyczącą działalności przedsiębiorstwa¹⁶⁸. Ponownie warto odnotować niemożność precyzyjnej obserwacji oraz skwantyfikowania wielu z wymienionych cech. Należy zatem zastanowić się, czy w ramach ładu korporacyjnego występują obserwowalne mechanizmy, które mogą wspierać lub hamować owe pożądane uwarunkowania.

M. Marcinkowska stwierdza, że na postawy członków zarządu najistotniejszy wpływ mają dwie powiązane ze sobą kwestie: fluktuacji kadrowych i wynagradzania kierownictwa¹⁶⁹. A.T. Coughlan i R.M. Schmidt potwierdzają w swoich badaniach, że w praktyce to właśnie te dwie grupy instrumentów najczęściej są wykorzystywane przez rady do motywowania *top managementu*¹⁷⁰. System wynagradzania pełni funkcję bodźca pozytywnego, natomiast niebezpieczeństwo zwolnienia stanowi bodziec negatywny zniechęcający do zachowań niezgodnych z oczekiwaniami.

Trzeba zważyć na fakt, iż zmiana na stanowisku kierowniczym nie zawsze wiąże się z odwołaniem menedżera przez radę. Istnieją okoliczności, takie jak odejście na emeryturę, przejście do konkurencji, dobrowolna rezygnacja z innych pobudek, które nie mają charakteru dyscyplinującego i nie są konsekwencją niezadowolenia rady z działań członka zarządu. Można wówczas przypuszczać, że w odniesieniu do nowo mianowanego menedżera tego rodzaju dobrowolna rezygnacja poprzednika nie będzie bodźcem do zmiany stylu zarządzania¹⁷¹.

167 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 222.

168 D. Miller, C. Sardais, *Angel...*

169 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 225.

170 A.T. Coughlan, R.M. Schmidt, *Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation*, „Journal of Accounting and Economics” 1985, vol. 7(1-3), s. 43-66.

171 Zmiana taka może oczywiście wystąpić, natomiast u podłoża decyzji o jej wprowadzeniu nie będzie leżała obawa o utratę stanowiska.

Dobrowolne lub przymusowe odejścia z zarządu rodzą też najczęściej odmiennie skutki dla wskaźników efektywności wypracowywanych przez następców¹⁷². Badacze podkreślają jednak ograniczone możliwości wnioskowania z oszacowanych korelacji, ponieważ zwykle trudno jednoznacznie wykazać, w jakim stopniu zmiany wyników są efektem działań nowego prezesa, w jakim zaś wiążą się z towarzyszącymi im często innymi zmianami kadrowymi lub uwarunkowaniami, w jakich działa spółka¹⁷³.

Próbując wskazać czynniki wpływające na stabilność banków, będące przedmiotem niniejszej rozważań, dużą rotację na stanowiskach kierowniczych co do zasady uznać należy za zjawisko destabilizujące działalność tego rodzaju podmiotów. Sam fakt zmiany kadry kierowniczej wiąże się z określonymi dostosowaniami i koniecznością rozpoznania specyfiki banku, w pewnym stopniu zakłócając dotychczasowe jego funkcjonowanie i relacje.

Badania dowodzą, że wymuszone odwołania menedżerów są relatywnie rzadkie, choć, jak zauważa P. Urbanek, ich częstotliwość zwiększa się w okresie kryzysu¹⁷⁴. Jego badania odnoszące się do polskich spółek publicznych dowodzą również, że większy wpływ na decyzje kadrowe ma forma kontroli nad spółką niż osiągnięte przez nią wyniki ekonomiczne. Wynikają one najczęściej z nacisków akcjonariusza dominującego lub prób przejęcia spółki, nie zaś ze słabych wyników przedsiębiorstwa¹⁷⁵. Można zatem przypuszczać, że skracanie kadencji członków zarządu będzie ich skłaniać do prób osiągnięcia partykularnych krótkoterminowych korzyści. Wnioskując na podstawie krótszych kadencji swoich poprzedników i antycypując większe prawdopodobieństwo odwołania lub pojawienia się przesłanek do dobrowolnej rezygnacji przed upływem przyjętego w statucie okresu, będą oni bardziej skłonni do podejmowania działań zorientowanych krótkookresowo, z mniejszą dbałością o ryzyko i bezpieczeństwo interesariuszy w długim horyzoncie czasowym. Może też jednak być odwrotnie – nowo powołani prezesi będą próbowali potwierdzić zasadność ich wyboru na to stanowisko, próbując, przynajmniej w początkowym okresie, poprawić wskaźniki bezpieczeństwa banku.

Mechanizmem, który stanowić może przeciwwagę dla potencjalnych negatywnych skutków związanych z fluktuacją kadry, jest system wynagradzania menedżerów. Jego konstrukcja, w tym głównie próby ukierunkowania na długookresową odpowiedzialność za działania banku, stanowią przedmiot wytycznych

172 Przegląd tego rodzaju badań znajduje się np. w: M.R. Husson, R. Parrino, *The Effects of Management Turnover on Firm Performance*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (eds), *Corporate Governance...*, s. 323–344.

173 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 228.

174 P. Urbanek, *Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 1–2, s. 19–34.

175 D.J. Denis, D.K. Denis, *Performance Changes Following Top Management Dismissals*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50(4), s. 1029–1057.

wydanych przez Komisję Europejską w 2009 r.¹⁷⁶ W ramach zaleceń Komisji postuluje się, aby polityka wynagrodzeń w sektorze usług finansowych była spójna z zasadami efektywnego zarządzania ryzykiem¹⁷⁷. Spójność tę osiągnąć można m.in. poprzez odpowiednie proporcje między stałymi i zmiennymi składnikami wynagrodzeń, powiązanie zmiennych składników z wynikami oraz odroczenie i możliwość rozszczeń zwrotnych znaczącej części wypłat. Kryterium pomiaru wyników powinno nadawać priorytet wynikom długookresowym, uwzględniać bieżące i przyszłe ryzyko, koszt kapitału i płynność¹⁷⁸. Zalecenia zostały włączone do znowelizowanej Dyrektywy CRD III¹⁷⁹, której postanowienia na grunt polskiego prawa są częściowo zaimplementowane uchwałą KNF z 2011 r.¹⁸⁰

Wprowadzone przepisy regulują m.in. zmienną część wynagrodzenia osób podejmujących kluczowe decyzje w bankach. Przewidują one silniejsze ich powiązanie z rozważnym zarządzaniem ryzykiem i długoterminowym wzrostem wartości przedsiębiorstwa¹⁸¹. Po pierwsze, zmienna część wynagrodzenia wypłacana jest na podstawie oceny wyników, która odbywa się za co najmniej trzy lata, tak aby wysokość wynagrodzenia zależnego od wyników uwzględniała cykl koniunkturalny banku i ryzyko związane z prowadzoną przez niego działalnością gospodarczą. Po drugie, wynagrodzenie zmienne podlega w 40% odroczeniu na okres 3–5 lat¹⁸². Po trzecie, minimum 50% wynagrodzenia zmiennego powinno być wypłacane w formie akcji, odpowiadających im tytułom własności lub innych instrumentów odzwierciedlających jakość kredytową instytucji. Zatem zastosowanie powyższych regulacji sprawia, że najwyżej 50% wynagrodzenia zmiennego menedżer otrzymuje natychmiastowo w formie gotówki (rysunek 4).

176 Zalecenie KE z dnia 30 września 2009 roku w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych 2009/384/WE (Dz.U. UE L 120/22); Zalecenia KE z dnia 30 kwietnia 2009 roku uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń spółek notowanych na rynku regulowanym 2009/385/WE (Dz.U. UE L 120/28).

177 P. Urbanek, *Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach...*, s. 89.

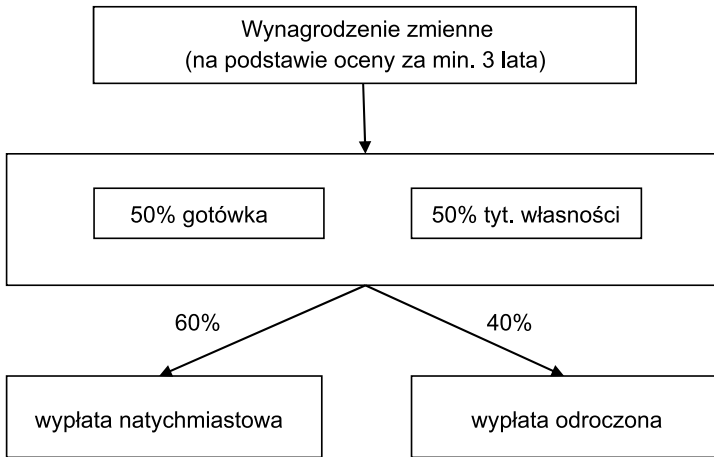
178 *Ibidem*.

179 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z dnia 24 października 2010 roku w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń.

180 Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku.

181 A. Słomka-Gotębiowska, *Banki w Polsce w obliczu nowych regulacji dotyczących wynagrodzeń kadry zarządzającej*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 117.

182 Lub w 60% w przypadku wynagrodzeń opiewających na szczególnie dużą kwotę.



Rysunek 4. Struktura wynagrodzenia zmiennego wg uchwały 258/2011 KNF z dnia 4 października 2011 r.
Źródło: opracowanie własne.

Na podkreślenie zasługuje fakt, że KNF nie wskazuje proporcji pomiędzy stałą i zmienną częścią wynagrodzenia. W piśmie odnoszącym się do interpretacji przedmiotowej uchwały zaznacza jedynie, że „wynagrodzenie zmienne powinno stanowić na tyle dużą część wynagrodzenia, aby było zachętą do dbałości o długoterminowy stabilny rozwój banku, z drugiej jednak strony wynagrodzenie stałe powinno być na tyle wysokie, aby możliwe było niewypłacanie czy też obniżanie wynagrodzenia zmiennego”¹⁸³.

W kontekście przedstawionych rozwiązań prawnych warto zastanowić się, które elementy wynagrodzenia menedżerów skłaniać mogą do nadmiernej ekspozycji banku na ryzyko i tym samym zmniejszania stabilności jego funkcjonowania. W ramach uchwały KNF rysuje się podział wynagrodzenia ze względu na trzy kryteria: sposób naliczania, termin wypłaty oraz formę, w jakiej jest wypłacane. P. Urbanek szczegółowo charakteryzuje rodzaje wynagrodzeń w każdej z wymienionych kategorii¹⁸⁴. Sposób naliczania pozwala podzielić wynagrodzenia na stałe i zmienne, termin wypłaty na bieżące (krótkoterminowe, wypłacane w okresie nie przekraczającym jednego roku) oraz odroczone (długoterminowe). Te ostatnie często mają formę programów partycypacji we własności, co przy korzystnych warunkach rynkowych umożliwia osiąganie wysokich korzyści finansowych. Ostatnie kryterium dzieli wynagrodzenia na gotówkowe oraz niepieniężne przyjmujące formę papierów wartościowych lub świadczeń rzeczowych.

183 Pismo DOR/WR2/0735/10/2/MO/11 z dnia 23 grudnia 2011 roku KNF, s. 8.

184 P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 147–148.

Zróźnicowanie rodzajów papierów wartościowych stanowić może skuteczne instrumentarium moderowania skłonności do ryzyka osób, którym wypłacane jest wynagrodzenie. Otrzymane zbywalne akcje zwykłe, szczególnie w podmiotach notowanych na GPW, stanowią instrument na tyle płynny, że mogą być niemal natychmiast zamienione na gotówkę. Z drugiej strony, mogą być również bodźcem do działań skierowanych na wzrost wartości rynkowej spółki i zwiększenia wartości otrzymanego w tej formie wynagrodzenia. Nieco inny charakter mają programy opcyjne, które dają menedżerowi prawo, ale nie obowiązek, zakupu akcji spółki (najczęściej w ciągu 10 lat) po cenie rynkowej obowiązującej w momencie uruchomienia programu¹⁸⁵. W przypadku programów opcyjnych motywacja dążenia do wzrostu cen akcji wydaje się być silniejsza niż w przypadku wynagradzania w formie akcji nieodpłatnych (menedżer zarabia jedynie przy wzroście ceny), zasadniczo opcje na akcje wynagradzają również długoterminowe sukcesy. Jednak, podobnie jak w przypadku wypłat w akcjach, ich wpływ na skłonność do ryzyka nie jest jednoznaczny¹⁸⁶.

Instrumentem jednoznacznie skłaniającym do przyjęcia długiego horyzontu czasowego w realizowanym modelu zarządzania są natomiast akcje uwarunkowane, w przypadku których nieodpłatny przydział akcji obwarowany jest szeregiem ograniczeń¹⁸⁷. Warunkiem do sprzedaży tego rodzaju walorów jest kontynuacja zatrudnienia przez określony czas (niekiedy do momentu przejścia na emeryturę) lub osiągnięcie przez spółkę określonych wyników. Warto zwrócić uwagę, że powiązanie możliwości zrealizowania sprzedaży akcji uwarunkowanych z utrzymaniem wskaźników ryzyka na poziomie zapewniającym stabilność banku uznać można za silny nienakazowy instrument wzmacniający bezpieczeństwo sektora.

Podsumowując rozważania dotyczące wynagrodzeń menedżerów, warto podjąć próbę wskazania tych elementów, które mogłyby zostać uwzględnione w modelu opracowanym w części empirycznej monografii. Przedstawione analizy pozwalają domniemywać, że relacja części zmiennej do części stałej uposażenia zmieniła kierunek oddziaływania w momencie opublikowania uchwały KNF w 2011 r. Uchwała uzależnia wysokość części zmiennej od wyników w okresie co najmniej trzyletnim, ponadto obligatoryjnie odracza minimum 40% wypłaty. Badania wskazują, że przed wprowadzeniem tych obostrzeń, w wynagrodzeniu prezesa dominowały świadczenia krótkoterminowe (od 86 do 100% całości wynagrodzenia)¹⁸⁸. Należy stąd przypuszczać, że do 2011 r. przeważający udział części zmiennej zwiększał skłonność do ryzyka, podczas gdy po wprowadzeniu uchwały konstrukcja czę-

185 *Ibidem*, s. 154.

186 Jeśli menedżerowie będą chcieli szybko sprzedać akcje lub zrealizować opcje, mogą podejmować zorientowane krótkookresowo ryzykowne działania; jeśli zaplanują sprzedaż w długim horyzoncie czasowym, prawdopodobnie będą prowadzili bardziej ostrożną politykę.

187 P. Urbanek, *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia...*, s. 158.

188 A. Słomka-Gołębiowska, *Banki...*, s. 118–119.

ści zmiennej działać może proostrożnościowo. Wpływ tego rodzaju może być szczególnie zauważalny, jeżeli banki jako kryterium przyznawania części zmiennej uwzględniać będą zarówno czynniki ilościowe (wskaźniki związane zyskiem, ale również miary ryzyka), jak i jakościowe (zgodność z przepisami, efektywność zarządzania ryzykiem, jakość systemu kontroli wewnętrznej, itp.) oraz cele wyznaczone indywidualnie dla członków zarządu, także skorygowane o ryzyko¹⁸⁹. Należy jednak podkreślić, że w badaniach ankietowych przeprowadzonych przez M. Marcinkowską w 2012 r. tylko jeden bank komercyjny wskazał kwestię związaną z ryzykiem jako jeden z czynników branych pod uwagę w systemie wynagrodzenia najwyższego kierownictwa¹⁹⁰.

Na uwagę zasługuje również interesująca korelacja, której istnienia dowiodła w swoich badaniach M. Marcinkowska¹⁹¹. Otóż skonstruowany przez nią model regresji wielorakiej ujawnił statystycznie istotną dodatnią zależność pomiędzy poziomem kredytów zagrożonych a średnim wynagrodzeniem członków zarządu. Wartość kredytów zagrożonych można potraktować jako zmienną dosyć dobrze opisującą poziom ryzyka banku, a wykazana (w pierwszej połowie 2012 r.) zależność potwierdza tezę, że przed rozpoczęciem obowiązywania uchwały KNF część zmienna wynagrodzenia mogła rzeczywiście stanowić formę premii za ryzyko.

Kwestia odraczania w czasie wypłat wynagrodzenia i wprowadzania długoterminowych programów motywacyjnych wydaje się być definitywnie pozytywna w kontekście ograniczania tendencji do skoncentrowania działań na nadmiernie ryzykownych celach krótkookresowych. Dobrym rozwiązaniem może okazać się w tym przypadku posłużenie się indeksem długoterminowych programów motywacyjnych agregującym różne zmienne związane z konstrukcją systemu odroczonego wynagrodzenia, takie jak oparcie wynagrodzenia na papierach wartościowych i okres odroczenia nabycia uprawnień¹⁹².

Przedstawione powyżej rozważania uprawniają do stwierdzenia, że działania członków kadry menedżerskiej przesądzają w istotnej mierze o zaufaniu interesariuszy do podmiotów sektora bankowego. Operacjonalizując wytyczne rady nadzorczej, stają się oni odpowiedzialni nie tylko za stopień realizacji strategii, ale również w znacznej mierze za kulturę korporacyjną, która sprzyjać może, lub przeciwnie – hamować skłonność do zachowań oportunistycznych pracowników wszystkich szczebli struktury organizacyjnej banku. Narzędzia legislacyjne, ale także miękkie prawo, oraz mechanizmy *corporate governance* w naturalny sposób nie są w stanie wymusić postaw etycznych i skłonności do zachowań moralnych

189 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 237.

190 *Ibidem*, s. 246–247.

191 *Ibidem*, s. 250–251.

192 Indeksem takim posługują się w swoich badaniach P. Urbanek, A. Stomka-Gołębiowska, patrz: A. Stomka-Gołębiowska, P. Urbanek, *How to Evaluate the Quality of Remuneration Policy? Evidence from the Polish Banking Sector*, 2017, mps.

lub uczciwych. Mogą jednak stwarzać zachęty i skutecznie sankcjonować oczekiwane bądź niepożądane zjawiska zachodzące w systemie zarządzania. Tego rodzaju mechanizmami wydają się być m.in. rotacje członków zarządu i systemy wynagrodzeń, których wpływ na stabilność banku zostanie poddany empirycznej analizie w rozdziale 4.

1.2.2.4. Środowisko ujawnień w bankach polskich

Obszar problematyki *corporate governance* ograniczał się pierwotnie do zagadnień związanych z ochroną interesów akcjonariuszy, ograniczaniem konfliktu agencyjnego w relacji właściciel–menedżer, wpływem struktury właścicielskiej na efektywność oraz rolą rady spółki¹⁹³. Stopniowo badacze rozszerzali zakres analizowanych mechanizmów o aspekty dotyczące niezależności członków rady, wynagrodzeń menedżerów, częstotliwości ich odwoływania itp. Obecnie zarówno w piśmiennictwie, jak w dyskursie eksperckim i akademickim zaobserwować można szerokie zainteresowanie problematyką transparentności spółek, która, obok odpowiedzialności i legitymizacji prawnej, uznawana jest za jeden z filarów nadzoru korporacyjnego¹⁹⁴.

Temat przejrzystości podmiotów gospodarczych odwołuje się najczęściej do wiarygodności prowadzonej przez nie sprawozdawczości. Podkreśla się przy tym, że przejrzystość zmniejsza asymetrię informacji¹⁹⁵ i jest dodatnio skorelowana z innymi cechami *corporate governance*, które uznaje się za pożądane¹⁹⁶. Można zatem stwierdzić, że transparentność spółki ułatwia rozwiązywanie konfliktów agencyjnych lub, przyjmując perspektywę przedsiębiorstwa interesariuszy, daje możliwość weryfikacji struktury, hierarchii i stopnia realizacji wiązki celów urzędniczej przez zarząd.

K. Postrach precyzuje korzyści z transparentności spółek, ujmując je w dwóch kategoriach – korzyści dla gospodarki oraz korzyści dla inwestorów¹⁹⁷. W ramach korzyści dla gospodarki podkreśla zwiększenie zaufania dla inwestorów, przyciąganie długoterminowego kapitału, niższy koszt kapitału, lepszą alokację zasobów i poprawę efektywności dla gospodarki. Inwestorzy natomiast stają się beneficjentami większej przejrzystości dzięki uzyskiwaniu lepszych przesłanek do wyceny spółek, możliwości podejmowania decyzji w oparciu o racjonalne oceny i prowa-

193 M. Aluchna, I. Koładkiewicz, *Przejrzystość w kontekście wartości przedsiębiorstwa*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola...*, s. 448.

194 R.A.G. Monks, *Corporate Governance and Value: Appearance and Reality*, „European Business Forum” 2001, Issue 5, s. 23.

195 R.M. Bushman, A.J. Smith, *Transparency Financial Accounting Information, and Corporate Governance*, „FRBNY Economic Policy Review” 2003, s. 65–87.

196 W. Beekes, P. Brown, *Do Better-governed Australian Firms Make More Informative Disclosures?*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2006, vol. 33(3), s. 422–450.

197 K. Postrach, *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne...*, s. 123–144.

dzenia odpowiedniego monitoringu przedsiębiorstw, a także ułatwiania rozliczania kadry kierowniczej z realizacji jej obowiązków. Uwzględniając specyfikę funkcjonowania sektora bankowego, do wymienionych przez K. Postracha kategorii należałoby jeszcze dodać korzyści dla deponentów, kontrahentów i nadzorców zewnętrznych, którym rzetelne informacje o funkcjonowaniu banków umożliwiają racjonalne zarządzanie i alokację środków finansowych, odpowiednio wcześnie uruchamianie procedur ostrzegawczych lub naprawczych, tworzenie relacji biznesowych opartych na zaufaniu i wreszcie stabilizację systemu finansowego.

Polski system prawny reguluje minimalny zakres ujawnień wymaganych od instytucji sektora bankowego. Obowiązki sprawozdawcze w tym obszarze w przypadku banków wychodzą poza regulacje dotyczące podmiotów sektorów niefinansowych. Narzucony ustawą o rachunkowości obowiązek publikowania sprawozdania finansowego i sprawozdania z działalności rozszerzony jest rozporządzeniem odnoszącym się do spółek notowanych na giełdzie, które obliguje do prezentowania szerszego zakresu informacji i większej częstotliwości raportowania, w szczególności tych emitentów papierów wartościowych, które w rozumieniu ustawy *Prawo bankowe* zaliczane są do banków¹⁹⁸. Ponadto, ustawa o rachunkowości zobowiązuje wszystkie spółki publiczne do zawarcia w sprawozdaniu z działalności raportu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego zawartych w kodeksie dobrych praktyk. Przyczyny nieprzestrzegania którejkolwiek z reguł dobrych praktyk powinny być wyjaśnione przez emitenta (*zasada comply or explain*).

Szereg obowiązków informacyjnych dla instytucji finansowych nakłada dodatkowo prawo bankowe. Oprócz standardowych informacji finansowych, które ujawniane są przez wszystkie spółki publiczne, banki muszą publikować m.in. dane dotyczące adekwatności kapitałowej i zasad ustalania wynagrodzeń kadry kierowniczej¹⁹⁹. Dodatkowe obowiązki sprawozdawcze wynikają m.in. z uchwał KNF²⁰⁰. Warto jeszcze nadmienić, że Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA), dążąc do zharmonizowania systemów sprawozdawczości bankowej, wprowadził standardy raportowania, które obowiązują również polskie podmioty – COREP (sprawozdawczość ostrożnościowa), FINREP (sprawozdawczość finansowa) oraz LE

198 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U. 2009, nr 33, poz. 259, par. 78.

199 Uchwała Nr 385/2008 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 17 grudnia 2008 roku w sprawie szczegółowych zasad i sposobu ogłaszania przez banki informacji o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczących adekwatności kapitałowej oraz zakresu informacji podlegających ogłaszaniu.

200 Patrz np. Uchwała nr 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku zmieniająca uchwałę w sprawie szczegółowych zasad i sposobu ogłaszania przez banki informacji o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczących adekwatności kapitałowej oraz zakresu informacji podlegających ogłaszaniu (Dz.Urz. KNF z 23 listopada 2011 r.).

(*Large Exposures* – duże zaangażowania banków). Standardy te były opracowywane przez Komitet Europejskich Nadzorców Bankowych (CEBS), a następnie przez EBA i stopniowo rozbudowywane od roku 2004. Finalnie zostały wykorzystane w sprawozdawczości kierowanej przez banki do NBP²⁰¹.

Pośród wymienionych standardów na szczególną uwagę zasługuje COREP odnoszący się do sprawozdawczości ostrożnościowej, w którym banki zobowiązane są do szczegółowego raportowania parametrów ryzyka²⁰². Generalnie należy zauważyć, że ujawnienia w zakresie ryzyka stanowią przedmiot szczególnego zainteresowania instytucji nadzorujących sektor bankowy. Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego sprowadza wręcz definicję przejrzystości banku do publicznego udostępniania wiarygodnych i aktualnych informacji umożliwiających użytkownikom tych informacji przeprowadzenie dokładnej oceny kondycji finansowej i wyników banku, jego działalności biznesowych, profilu ryzyka oraz metod zarządzania ryzykiem²⁰³.

Raport w standardzie COREP wymusza na banku szczegółową kalkulację różnych kategorii ryzyka z podziałem na ryzyko kredytowe, rynkowe i operacyjne (tabela 4), a także przegląd poziomu wypłacalności, wartości aktywów ważonych ryzykiem dla różnych rodzajów ryzyka oraz segmentacji ekspozycji kredytowych²⁰⁴. Banki raportują do NBP z częstotliwością kwartalną (niektóre dane z miesięczną), co, biorąc pod uwagę stopień szczegółowości przekazywanych danych, wydaje się być procedurą gwarantującą bieżący i rzetelny monitoring.

Tabela 4. Rodzaje ryzyka raportowane do NBP w standardzie COREP

Ryzyko kredytowe	Ryzyko rynkowe	Ryzyko operacyjne
1	2	3
Ryzyko kontrahenta i dostawy	Ryzyko cen instrumentów dłużnych	Strata brutto według rodzajów działalności i rodzajów zdarzeń w ostatnim roku
Ryzyko rozmycia	Ryzyko walutowe	Główne straty związane z ryzykiem poniesione przez bank w bieżącym roku (zrealizowane i niezrealizowane) oraz strat nierozliczonych (niezamknięte) z lat poprzednich

201 https://www.knf.gov.pl/crd/pakiet_crd4_sprawozdawczosc_bankowa.html (dostęp 17.08.2016).

202 Szerzej o definicji ryzyka i rodzajach ryzyka w działalności bankowej – patrz podrozdz. 2.3.1.

203 Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing Bank Transparency Public Disclosure and Supervisory Information That Promote Safety and Soundness in Banking Systems*, Basel 1998, s. 4.

204 Narodowy Bank Polski, *Instrukcja uzupełniająca do pakietu COREP*, Warszawa 2012.

1	2	3
Ryzyko związane z sekurytyzacją	Ryzyko cen kapitałowych papierów wartościowych	
Szczegółowa informacja na temat sekurytyzacji dla instytucji inicjujących i sponsorujących	Ryzyko cen towarów	
Ryzyko rozliczenia portfela handlowego	Szczegółowa informacja na temat modeli wewnętrznych, w tym wartości Value at Risk (VaR)	

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP, *Instrukcja uzupełniająca do pakietu COREP*, Warszawa 2012.

O ile sprawozdawczość banków w obszarze ryzyka wobec nadzorca krajowego uznać należy za satysfakcjonującą, o tyle raportowanie parametrów bezpieczeństwa pozostałym uczestnikom rynku wymaga poprawy. Badania M. Marcinkowskiej przeprowadzone w 2012 r. wskazują, że wprawdzie wszystkie banki komercyjne opublikowały na swoich witrynach internetowych raporty na temat ryzyka i adekwatności kapitałowej, zarazem znaczna większość nie ujawniła w nich wartości współczynnika wypłacalności będącego kluczową miarą bezpieczeństwa finansowego podmiotu²⁰⁵. Autorka wspomnianych badań uznała jakość tych raportów za niską i niesatysfakcjonującą. Potwierdziła tym samym wnioski z badań P.M. Linsleya i P.J. Shrivessa²⁰⁶, a także K. Lajiliego i D. Zéghala²⁰⁷, którzy zauważyli, że większość informacji o ryzyku ujawnianych przez firmy ma charakter danych jakościowych, w dodatku są one często niejednolite, nieporównywalne i nieczytelne. Taki stan rzeczy M. Woods, K. Dowd i C.G. Humphrey tłumaczą tym, że instytucje

chcą zasygnalizować, że mają najnowocześniejsze (lub przynajmniej wystarczające) systemy zarządzania ryzykiem, ale nie chcą ujawniać rzeczywistych danych o ryzyku, jako że są one „rynkowo wrażliwe” (*commercially sensitive*). Dlatego też ujawnienia w zakresie ryzyka sprawiają wrażenie pozornych, a nie faktycznych danych²⁰⁸.

205 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 293–296.

206 P.M. Linsley, P.J. Shrivess, *Examining Risk Reporting in UK Public Companies*, „Journal of Risk Finance” 2005, vol. 6(4), s. 292–305.

207 K. Lajili, D. Zéghal, *A Content Analysis of Risk Management Disclosures in Canadian Annual Reports*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2005, vol. 22(2), s. 125–142.

208 M. Woods, K. Dowd, C.G. Humphrey, *Credibility at Risk? The Accounting Profession, Risk Reporting and the Rise of VaR*, CRIS Discussion Paper Series 2004.III, Nottingham 2004.

Badacze podkreślają także inne problemy związane z nieadekwatnością lub niewystarczalnością publikowanych przez banki danych²⁰⁹. Dotyczą one zasad rachunkowości umożliwiających ukrycie faktycznego poziomu ryzyka (w pozycjach pozabilansowych, instrumentach sekurytyzowanych itp.) lub dających możliwość niewłaściwej wyceny aktywów i wiążącego się z tym niewłaściwego oszacowania poziomu pożądanych rezerw. Ponadto, głośne przypadki manipulowania przez menedżerów poziomem ryzyka²¹⁰, a także słabej jakości ujawnienia dotyczące wynagrodzeń pozwalają skonstruować, że sam fakt ujawniania danych nie jest jednoznaczny ze wzrostem przejrzystości. W tym kontekście należy zastanowić się nad rzetelnością i wiarygodnością pozyskiwanych informacji o spółce, a także pozostawić margines ograniczonego zaufania w odniesieniu do uzyskiwanych na ich podstawie wyników badań.

1.2.2.5. Audyt wewnętrzny i zewnętrzny

Działania na rzecz poprawy środowiska ujawnień w sektorze bankowym przejawiają się m.in. we wdrażaniu szeregu procedur rewizyjnych w odniesieniu do publikowanych informacji. Jak zauważył J.E. Stiglitz,

jedną z największych bolączek naszych rynków kapitałowych było to, że ludzie wewnątrz firm (menedżerowie, analitycy itp.) dysponowali inną informacją niż ludzie na zewnątrz. Na dokładkę jeszcze pracownicy firm nie byli we właściwy sposób motywowani do przekazywania informacji rzetelnych [...]. W sytuacji, gdy księgowi zajmowali się zarówno rachunkowością, jak i konsultingiem, a zatrudniali ich CEO, których płace uzależnione były od kursów giełdowych akcji ich firm (a te zależały od „atrakcyjności” danych liczbowych), wszystkim działającym w tym układzie zależało na upiększaniu danych i zawyżaniu cyferek, gdzie tylko się dało²¹¹.

Prób rozwiązania problemu scharakteryzowanego przez J.E. Stiglitz poszukuje się na gruncie rozwiązań instytucjonalnych, tworząc jednostki audytu wewnętrznego i zewnętrznego, których działalność zapewnić ma wiarygodność ujawnianych interesariuszom informacji.

Najistotniejszą komórką audytu działającą w ramach struktury organizacyjnej banku jest komitet audytu, którego wyodrębnienie w radzie nadzorczej, postulowane pierwotnie w kodeksie dobrych praktyk, stało się w 2009 r. obligatoryjnym obowiązkiem tzw. jednostek zainteresowania publicznego (w tym banków publicznych) wymaganym ustawowo²¹². Jak wspomniano wcześniej, ustawa nakazuje, aby co najmniej jeden członek komitetu audytu spełniał kryteria niezależności,

209 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 306.

210 Na przykład tzw. kreatywna księgowość w banku Lehman Brothers (szerzej na ten temat: E. Klepczarek, *Polityka rachunkowości banku Lehman Brothers jako istotny element osłabiający działanie mechanizmów nadzorczych*, [w:] E. Walińska (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce*, t. 7, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 97–108).

211 J.E. Stiglitz, *Regulacja, globalizacja i ekonomia informacji*, „CFO Magazyn Finansistów” 2005, nr 2, s. 11.

212 Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach...

natomiast regulacje środowiskowe, zgodnie z zaleceniami Komisji Europejskiej, zalecają, by członkowie niezależni stanowili większość składu komitetu²¹³.

Bazyłejski Komitet Nadzoru Bankowego szczegółowo precyzuje zadania komitetu audytu rady, wymieniając wśród nich kształtowanie polityki audytu wewnętrznego i sprawozdawczości finansowej, nadzór nad procesem raportowania finansowego, zapewnienie nadzoru nad bankiem przez audytorów wewnętrznych i zewnętrznych oraz współpracę z nimi, a także monitorowanie zarządu w zakresie podejmowania działań naprawczych wynikających z ujawnionych podczas kontroli audytorów słabości, nieprzestrzegania zasad, praw i przepisów²¹⁴.

Polskie banki publiczne najczęściej delegują komitetom audytu zadania dotyczące²¹⁵:

- monitorowania procesu sprawozdawczości finansowej;
- monitorowania niezależności biegłego rewidenta;
- monitorowania i oceny systemu kontroli wewnętrznej, audytu wewnętrznego i zarządzania ryzykiem;
- wydawania rekomendacji radzie nadzorczej w sprawie wyboru, mianowania, ponownego mianowania oraz odwołania podmiotu pełniącego funkcję biegłego rewidenta;
- rekomendowania radzie nadzorczej przyjęcia bądź odrzucenia sprawozdania finansowego;
- monitorowania wykonywania czynności rewizji finansowej;
- opiniowania planów audytu wewnętrznego.

Z badań przeprowadzonych przez A. Wiczorek wynika, że większość banków publicznych w Polsce powołała komitet audytu w 2006 r., wszystkie spełniają wymóg jego minimum trzyosobowego składu, natomiast niektóre banki nie wprowadziły do komitetu audytu członków niezależnych²¹⁶. Zaobserwowaną praktykę nieprzestrzegania przepisów ustawy należy uznać za naganną, pozwala ona bowiem domniemywać stosunkowo niewielkiej dyscypliny również w zakresie innych niż niezależność wymogów nadzorczy.

Z punktu widzenia rozważań nad stabilnością podmiotów sektora bankowego działalność komitetu audytu rozpatrywać można jako element systemu wczesnego ostrzegania. Leżąca w zakresie jego kompetencji dbałość o rzetelność sprawozdań finansowych oddziałuje na bezpieczeństwo banku poprzez minimalizację ryzyka malwersacji finansowych i poprawę transparentności operacji podejmowanych przez bank. Niektórzy badacze proponują ponadto, aby do zadań komitetu audytu dołączać jeszcze ocenę (a wcześniej identyfikację i oszaco-

213 A. Wiczorek, *Komitet audytu i komitet ds. wynagrodzeń w polskich bankach publicznych*, „*Studia Prawno-Ekonomiczne*” 2012, t. LXXXV, s. 314.

214 Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines...*, s. 16.

215 A. Wiczorek, *Komitet audytu...*, s. 325–326.

216 *Ibidem*.

wanie) różnych rodzajów ryzyka właściwych dla danej jednostki, branych pod uwagę przy przygotowywaniu i raportowaniu finansowych i operacyjnych rezultatów działania przedsiębiorstwa²¹⁷.

W podmiotach sektora bankowego, w którym identyfikacja i szacowanie parametrów ryzyka jest zagadnieniem obszernym i skomplikowanym, rolę komórki wspierającej komitet audytu w tym zakresie stanowić może komitet ds. ryzyka. Zarówno Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, jak i Rada Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board*, FSB) wyraźnie sygnalizują potrzebę wyodrębnienia tego rodzaju komórki w strukturze rady²¹⁸. Można przypuszczać, że zogniskowanie działań komitetu na bieżących i prognozowanych parametrach ryzyka²¹⁹, przy założeniu należytej staranności, kompetencji i zaangażowania jego członków, wzmacnia bezpieczeństwo działalności operacyjnej i strategicznej banku. Polski ustawodawca również dostrzegł potrzebę powoływania komitetów ryzyka – zmiany w prawie bankowym, które weszły w życie 1 listopada 2015 r., wprowadzone w wyniku ustawy o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym z 5 sierpnia 2015 r., obligują tzw. banki istotne²²⁰ do powołania w ramach rady nadzorczej komitetów do spraw ryzyka²²¹. Autorka skłania się ku twierdzeniu, że dopiero współistnienie trzech wymienionych elementów – komitetu audytu, częściowej niezależności jego składu oraz komitetu ds. ryzyka – w dostateczny sposób wspomaga decyzje w zakresie bezpieczeństwa instytucji finansowych.

Warto podkreślić, że w ramach systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej zarząd banków działających w formie spółki akcyjnej na mocy ustawy *Prawo bankowe* i uchwały KNF ma obowiązek zorganizować tzw. komórkę audytu wewnętrznego, której zadaniem jest badanie i ocena, w sposób niezależny i obiektywny, adekwatności i skuteczności systemu kontroli wewnętrznej oraz opiniowanie systemu zarządzania bankiem, w tym skuteczności zarządzania ryzykiem związanym z działalnością banku²²² (taką komórką jest np. Departament Audytu Wewnętrznego). Zalety tej kategorii audytu wewnętrznego, w porównaniu z audytem przeprowadzanym przez

217 J. Gad, *Działalność komitetu audytu a wiarygodność sprawozdań finansowych w obliczu kryzysu*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach...*, s. 128.

218 A. Wieczorek, *Komitet ds. ryzyka w polskim sektorze bankowym*, „Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance” 2015, vol. 13, no. 1, s. 59–78.

219 Szczegółowy postulowany przez BCBS zakres kompetencji komitetu ds. ryzyka: Zasady 71–75, Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines...*, s. 17.

220 Definicja banku istotnego znajduje się w punkcie 35 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 roku – *Prawo bankowe* (Dz.U. 2015, poz. 128, z późn. zm. 1).

221 Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 roku o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, Dz.U. 2015, poz. 1513, art. 9cb. 1.

222 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku *Prawo bankowe*, Dz.U.2002.72.665, art. 9d i art.22; Uchwała 383/2008 KNF z dnia 17 grudnia 2008 roku w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegóło-

jednostki zewnętrzne, obrazuje tabela 5. Można na jej podstawie zauważyć, że tego rodzaju jednostki audytu stanowią wsparcie komitetów rady i narzędzie wspomagające stabilność na poziomie systemu zarządzania bankiem.

Tabela 5. Różnice między audytem wewnętrznym i zewnętrznym w banku

Kryteria różnic	Audyty wewnętrzny	Audyty zewnętrzny
1	2	3
Osoby fizyczne (lub prawne) realizujące audyt	Pracownicy jednostki	Zewnętrzne firmy audytorskie
Cele audytu	Realizacja interesów wewnętrznych banku	Służy instytucjom zewnętrznym w zakresie sprawdzenia wiarygodności sprawozdań finansowych
Podstawy analizy danych stanowiących bazę realizacji zadań audytu	Koncentracja na przyszłych zdarzeniach gospodarczych w drodze: – oceny systemu kontroli wewnętrznej (skupiającej się na realizacji bieżących celów biznesu) – analizy różnych rodzajów ryzyka skoncentrowanej na zagrożeniach	Dane historyczne zgromadzone w różnych przekrojach sprawozdawczości finansowej
Częstotliwość pracy audytu	Systematyczna praca, zaplanowana w sposób ciągły na cały rok sprawozdawczy	Praca zwykle raz w roku po sporządzeniu sprawozdania finansowego przez bank. Występuje też ewentualność zaangażowania audytu zewnętrznego do innych zadań, np. konsultacji przy wprowadzeniu po raz pierwszy do banku MSR/MSSF
Udział audytu w zapobieganiu „praniu brudnych pieniędzy” oraz wykrywaniu innych nieprawidłowości, oszustw i malwersacji	Jest bezpośrednio zaangażowany	Bada ich wpływ na rzetelność sprawozdań finansowych

wych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego.

Tabela 5 (cd.)

1	2	3
Znajomość specyfiki banku	Bardzo dobra znajomość teoretyczna i znajomość praktyczna	Znajomość teoretyczna, praktyczna znajomość następuje w trakcie prowadzenia audytu
Zakres badanej działalności podczas audytu	Wszelkie aspekty działalności banku, tzn. w ujęciu finansowym i niefinansowym	Wyłącznie finansowe aspekty działalności banku
Odpowiedzialność audytu	Opracowanie regulaminu organizacyjnego, planu audytu, pisemnych zasad polityki i procedur audytu. Regularne sporządzanie raportów po dokonanych audytach	Za wydaną opinię na temat sprawozdań finansowych
Dostępność informacji i opracowań przygotowanych przez inne służby	Departament audytu wewnętrznego musi mieć możliwość realizacji wszelkich zadań audytorskich – z własnej inicjatywy – we wszystkich jednostkach organizacyjnych banku łącznie z dostępem do raportów audytorów zewnętrznych	Powinny mieć dostęp do raportów przygotowanych przez audytorów wewnętrznych, kontaktować się na bieżąco z nimi i z zarządem banku
Rodzaj podpisanej z bankiem umowy	Umowa na czas nieokreślony	Umowa cywilnoprawna

Źródło: M. Niewiadoma, *Wielopoziomowy system kontroli banków*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 58.

W literaturze podkreśla się, że istotną rolę w sprawnym funkcjonowaniu audytu wewnętrznego odgrywa *de facto* audyt zewnętrzny, określany jako audyt przeprowadzany przez instytucje niezależne od instytucji poddawanej audytowi²²³. Audytorzy zewnętrzni określani są niekiedy mianem „strażników” (*watchdogs*) i zalicza się do nich biegłych rewidentów, prawników, analityków finansowych, agencje ratingowe, banki inwestycyjne, komercyjne i innych wierzycieli, zakłady ubezpieczeń, rynki papierów wartościowych²²⁴.

Ustawa o rachunkowości nakłada na banki obowiązek badania rocznego sprawozdania finansowego przez biegłego rewidenta²²⁵. Zgodnie z art. 65 ustawy, celem badania sprawozdania finansowego jest wyrażenie przez biegłego rewidenta

223 M. Capiga, *Zarządzanie bankiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 137.

224 M. Goergen, *International Corporate Governance*, Pearson, Harlow 2012, s. 192.

225 Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz.U.2016.0.1047, art. 64 ust. 1.

pisemnej opinii wraz z raportem o tym, czy sprawozdanie finansowe rzetelnie i jasno przedstawia sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy badanej jednostki zgodnie z mającymi zastosowanie przepisami ustawy i przyjętymi zasadami (polityką) rachunkowości. W wydawanej opinii biegły rewident musi ponadto wskazać na stwierdzone podczas badania poważne zagrożenia dla kontynuacji działalności przez jednostkę. Można zatem wnioskować, że pozytywna opinia biegłego daje swoją rękojmię poprawności sprawozdania oraz braku istotnych przesłanek co do zagrożenia dalszego funkcjonowania banku.

Tym niemniej, jak zauważa M. Marcinkowska, audyt finansowy postrzegany jest zwykle dość wąsko i mechanicznie jako spełnienie ustawowego obowiązku badania sprawozdania i weryfikacja ksiąg rachunkowych²²⁶. Jego strategiczny wymiar, przejawiający się m.in. w obowiązku współpracy z radą, jednostką audytu wewnętrznego i ogólną oceną ryzyka działalności banku, wydaje się być marginalizowany. Tymczasem gwarantowana ustawowo niezależność biegłego rewidenta oraz wymóg raportowania wypłacanego mu wynagrodzenia stanowią dodatkowe mechanizmy legitymizujące jego działania oraz nadają mu status wiarygodnego informatora dla pozostałych interesariuszy²²⁷.

Jak zauważa jednak J.K. Solarz, w relacjach między audytem zewnętrznym i wewnętrznym a organami spółek istnieje wiele mitów, w tym m.in.²²⁸:

- odpowiedzialność audytora za jakość sprawozdań finansowych;
- założenie, że dopuszczenie do opublikowania sprawozdania jest gwarancją jego prawdziwości;
- założenie, że audytor sprawdza każdą transakcję objętą sprawozdaniem finansowym;
- obowiązek audytora wczesnego powiadomienia o groźbie upadłości przedsiębiorstwa;
- obowiązek audytora wykrycia wszystkich przestępstw pracowniczych w badanej spółce.

Z jednej strony podkreśla się zatem swoiste niedocenienie roli audytu zewnętrznego, z drugiej natomiast – nieuzasadnione przekonanie o wszechstronności kompetencji audytora. Tymczasem, jak wskazano w tabeli 4, jego możliwości analityczne ograniczone są m.in.: dostępnością informacji, częstotliwością pracy, znajomością specyfiki banku. Jednakże przy założeniu starannej współpracy z organami spółki, audytor zewnętrzny stanowić może istotne ogniwo w relacji bank – interesariusze, dostarczając zobiektywizowanej, profesjonalnej opinii o jego kondycji finansowej.

Analiza instytucji audytu wewnętrznego i zewnętrznego w sektorze bankowym uprawnia do stwierdzenia, że są to obszary o dużym niewykorzystanym

226 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 336–337.

227 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie...

228 J.K. Solarz, *Audyty zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach...*, s. 143.

potencjale nadzorczym. Wydaje się, że sygnalizowane wcześniej słabości nadzoru, w tym przede wszystkim niska wiarygodność ujawnień, mogą być skutecznie rozwiązane właśnie na poziomie audytorów. L. Pawłowicz podkreśla, że agencje ratingowe, audytorzy i zewnętrzny nadzór finansowy stanowią filary wiarygodności systemu²²⁹. Dodaje jednak, że ich działania obarczone są wysokim prawdopodobieństwem zachowań identyfikowanych jako pokusa nadużycia (tzw. hazard moralny)²³⁰. Agencje wynagradzane są przez beneficjentów, audytorzy – przez kontrolowanych, a nadzór finansowy często nie ujawnia metodologii oceny lub wyników kontroli.

Jak zauważa S.T. Surdykowska,

kluczem do rozwiązania problemu jakości informacji prezentowanych w sprawozdaniach finansowych korporacji, jest rzetelnie sprawowany nadzór korporacyjny i właściwie tylko w nim należy szukać skutecznych narzędzi ograniczania zjawisk w postaci świadomego i niezamierzonego fałszowania informacji zawartych w sprawozdaniach finansowych²³¹.

Powyższe wnioski pozwalają przypuszczać, że jedna z fundamentalnych funkcji nadzoru, jaką jest dostarczanie prawdziwych informacji uczestnikom rynku, determinowana jest w znakomitym stopniu przez prawidłowe funkcjonowanie stosownych komitetów rady, wewnętrznych jednostek audytu na poziomie zarządzania spółką oraz rzetelnych ocen dostarczanych przez biegłych rewidentów i podmioty publikujące ratingi. Należy jednak zauważyć, jak konstatuje J. Węclawski, że „pomimo setek miliardów dolarów wpompowanych do sektora bankowego [...] operacje bankowe nie są w żadnej mierze bardziej przejrzyste niż przed kryzysem”²³².

1.2.2.6. Rynek kapitałowy jako zewnętrzny mechanizm nadzoru korporacyjnego

Rola rynku kapitałowego jako mechanizmu wspierającego procesy nadzorcze urzeczywistnia się najbardziej na rynkach o rozproszonej strukturze własności (tzw. systemach zewnętrznych, outsiderskich). W takich warunkach niezadowoleni z działań zarządu akcjonariusze mogą odpowiednio zagłosować na walnym zgromadzeniu (prawdopodobieństwo przegłosowania ich decyzji jest większe przy

229 L. Pawłowicz, *Hazard moralny w finansach i bankowości*, [w:] *Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?*, „Zeszyty BRE Bank – CASE” 2013, nr 126, s. 27–31.

230 Hazard moralny definiowany jest przez L. Pawłowicza jako „powtarzające się sytuacje, w których podejmowane są decyzje obciążone ryzykiem bez konsekwencji dla podejmujących decyzje” (*ibidem*, s. 27).

231 S.T. Surdykowska, *Kryzysy finansowe XX wieku i ich wpływ na systemowe regulacje jakości informacji wykorzystywanych przez inwestorów giełdowych*, [w:] M. Kutera, S.T. Surdykowska, *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2009, s. 28.

232 J. Węclawski, *Regulations of the Bank Sector in the EU in Response to the Financial Crisis*, „Financial Space” 2013, no. 1(9), s. 9.

braku akcjonariusza dominującego) lub sprzedać akcje na rynku kapitałowym. Rynek staje się tym samym mechanizmem silnie dyscyplinującym zachowania menedżerów i wymusza podejmowanie przez nich działań i decyzji, które zachęcą akcjonariuszy do zachowania akcji w swoich portfelach²³³.

Zogniskowanie tematyki monografii wokół zagadnień związanych z polskim sektorem bankowym zawężyła rozważania na temat roli rynku kapitałowego do modelu opartego na skoncentrowanej strukturze własności. Jak zauważa P. Urbanek, ogranicza on zewnętrzne mechanizmy kontroli, których substytutem staje się aktywne zaangażowanie dominujących inwestorów w procesy nadzoru nad działalnością spółek²³⁴. Większościowy właściciel, posiadając motywację i możliwości skutecznego monitoringu działań menedżerów, wybiera zwykle działania dyscyplinujące kadrę kierowniczą, rzadziej rozważając wyjście ze spółki. Należy również pamiętać, że większy pakiet akcji cechuje, po pierwsze, mniejsza płynność, po drugie natomiast – narażenie sprzedającego na straty spowodowane spadkiem ich ceny, do czego dochodzi często przy dużej wyprzedaży. Podkreśla się dodatkowo, że zamknięty system kontroli prowadzi do powstania długookresowych relacji między dominującymi właścicielami a spółką, co ułatwia podejmowanie decyzji o inicjowaniu długoterminowych przedsięwzięć inwestycyjnych i innowacyjnych²³⁵. Powyższe pozwala stwierdzić, że występujący w polskim sektorze bankowym model nadzoru, choć ogranicza kontrolę rynkową, sprzyja stabilnemu funkcjonowaniu podmiotów tego sektora.

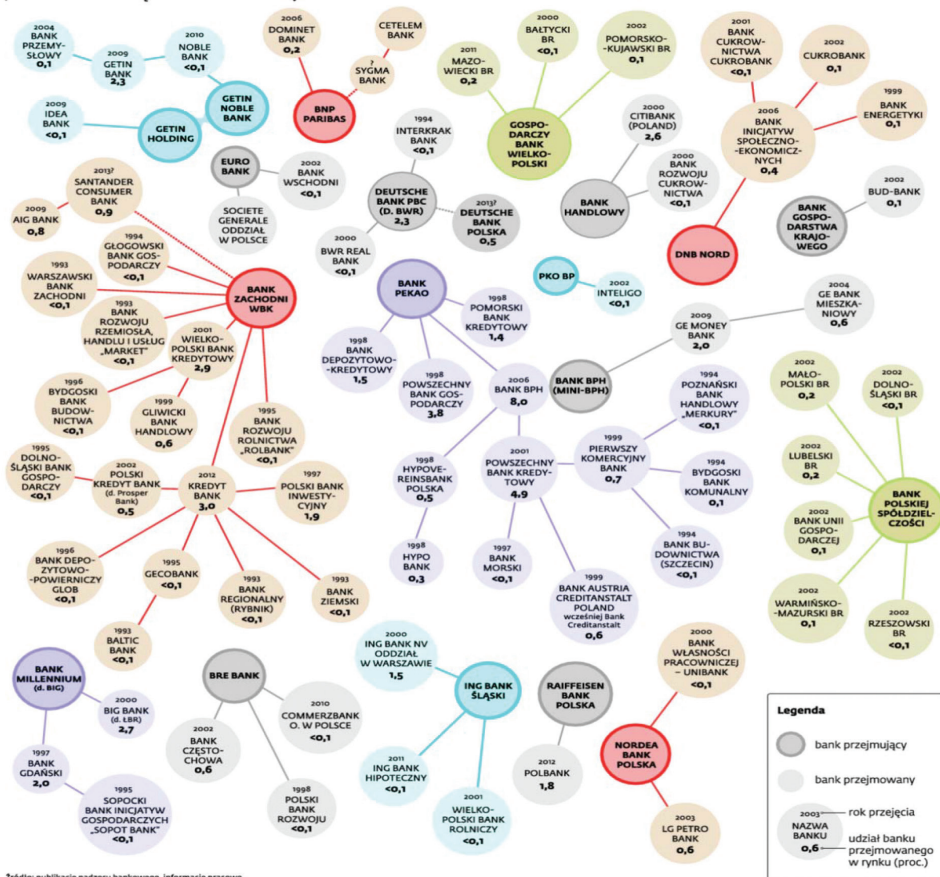
D. Dobija i I. Kołodkiewicz wskazują, że w systemie zamkniętym fuzje i przejęcia (głównie wrogie) źle zarządzanych spółek są trudne do przeprowadzenia²³⁶. Skala zjawiska fuzji i przejęć na polskim rynku instytucji finansowych jest jednak znacząca (rysunek 5). Przyczyn takiego stanu rzeczy jest kilka. Po pierwsze, procesy konsolidacji w Polsce nie mają charakteru wrogich przejęć. Przeniesienie własności i kontroli nad przedsiębiorstwem odbywa się zwykle za zgodą właścicieli wszystkich spółek. Po drugie, operacje te stanowią pokłosie przemian ustrojowych i odbywają się w dużej mierze z udziałem inwestorów zagranicznych nabywających pakiety kontrolne lub zakładających spółki córki.

233 K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 137.

234 P. Urbanek, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe nr 9, Kraków 2011, s. 222.

235 *Ibidem*.

236 D. Dobija, I. Kołodkiewicz, *Ład korporacyjny*, Oficyna a Wolters Kluwers business, Warszawa 2011, s. 91.



Źródło: publikacje nadzoru bankowego, informacje prasowe

Rysunek 5. Konsolidacja sektora bankowego w Polsce

Źródło: Ł. Wilkowicz, *Bankowe fuzje. Zobacz, jak powstawały banki w Polsce*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 19.03.2013, <https://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/690972,bankowe-fuzje-zobacz-jak-powstaly-banki-w-polsce.html,2> (dostęp 01.02.2017).

W przypadku polskiego sektora bankowego można domniemywać występowania wszystkich czterech wskazanych przez J.C. Hooke'a powodów skłaniających przejmującego do nabycia przedsiębiorstwa²³⁷:

- umożliwienie poszerzenia zakresu działalności bez ryzyka, jakie towarzyszy wprowadzaniu na rynek nowego produktu;
- połączenie ze spółką o dobrze rozwiniętej infrastrukturze, bazie pracowniczej i konsumenckiej dostarcza infrastrukturę, która przy odpowiednim wykorzystaniu może pozytywnie wpłynąć na rozwój przedsiębiorstwa;

²³⁷ J.C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję*, przeł. K. Półtorak, K. Tokarczyk, K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 7–9.

- wprowadzenie nowych lub ulepszenie istniejących produktów i usług wiąże się na ogół z wysokimi nakładami finansowymi, podczas gdy połączony podmiot generuje przychody i dodatnie saldo znacznie szybciej, ułatwia również zdobycie finansowania (stanowi lepsze zabezpieczenie dla kredytodawcy niż całkowicie nowa inwestycja);
- połączenie spółek prowadzi do zwiększenia zakresu kontroli i umożliwia wykorzystanie szerszego wachlarza metod zarządzania przedsiębiorstwem i rozwiązywania pojawiających się problemów.

Do wymienionych powodów dołączyć należałoby jeszcze korzyści skali, zwiększenie udziałów w rynku, zdobycie nowych obszarów rynku oraz tzw. przesłanki menedżerskie. Na te ostatnie szczególną uwagę zwraca S. Sudarsanam, podkreślając tendencje menedżerów do nabywania tzw. syndromu budowania imperium, ale również chęci zapewnienia stabilnej pozycji w kontekście zatrudnienia i wynagrodzenia²³⁸.

Zjawiska fuzji i przejęć, pomimo wymienionych powyżej efektów synergii, niosą również szereg zagrożeń, zwłaszcza w aspekcie problemów społecznych i kulturowych. Cz. Zajac podkreśla, że problemy tego rodzaju z całą wyrazistością dają o sobie znać w przejęciach i fuzjach o charakterze międzynarodowym²³⁹. Można więc założyć, że w istotnym stopniu dotyczą one podmioty działające w ramach sektora bankowego w Polsce. Problemy związane z integracją, utrzymaniem kluczowych pracowników, wdrażaniem zmian, komunikacją, ewentualnymi zmianami strategii, struktury i kultury organizacyjnej muszą zostać w takich przypadkach wpisane w poczet dodatkowych wyzwań wewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. J. Węclawski wskazuje, że to właśnie zagrożenia wynikające z rosnącej siły pojedynczych banków stanowią przesłankę koncepcji „wąskiej bankowości” (*narrow banking*), zgodnie z którą działalność dużych podmiotów powinna być ograniczona do podstawowych operacji rozliczeniowych²⁴⁰. Można stąd wnioskować, że procesy konsolidacji mogą z jednej strony wzmacniać bezpieczeństwo funkcjonowania podmiotu (poprzez choćby zwiększenie bazy kapitałowej), z drugiej natomiast generować mogą problemy zarządcze, personalne i kulturowe, destabilizujące w pewnym zakresie jego działalność.

Spadek cen akcji występujący podczas kryzysu pozwala domniemywać większej skłonności do uaktywniania się mechanizmów fuzji i przejęć. Badania P. Urbanka pokazują, że w okresie kryzysu finansowego 2008–2010 w polskich spółkach publicznych zmiany właścicieli trzech największych pakietów akcji zachodziły w po-

238 S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, przeł. P. Borzęcki, M. Nowak, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 16–18.

239 Cz. Zajac, *Společne i kulturowe problémy nadzoru korporacyjnego w procesach zmian właścicielskich dokonywanych przez przejęcia i fuzje*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach...*, s. 207–219.

240 Więcej na ten temat: J. Węclawski, *Wielkie banki i ich rola w kryzysie finansowym*, „Annales UMCS” 2013, Sectio H, R. XLVII, z. 1, s. 219–229.

nad połowie spółek, wskaźniki stopnia koncentracji własności i kontroli pozostały natomiast w zasadzie bez zmian²⁴¹. Badania W. Rogowskiego i M. Lipskiego dowodzą, że wskaźniki koncentracji oszacowane tylko dla sektora bankowego są zbliżone z wnioskami z analiz multisektorowych²⁴². Autorzy zauważają przy tym, że wskaźniki koncentracji w Polsce kształtują się na poziomie niższym niż w innych państwach Europy Środkowo-Wschodniej (Czechy, Słowacja, Węgry) i części krajów Europy Zachodniej (np. Finlandia, Grecja, Holandia, Szwecja). Na tej podstawie prognozują nasilanie się procesów konsolidacyjnych, wynikające m.in. ze wzrostu znaczenia niektórych przodujących banków, wycofywania się zagranicznych grup kapitałowych i eskalacji transakcji fuzji i przejęć.

Jak sygnalizowano wcześniej, zwiększanie koncentracji własności hamuje dyscyplinę rynkową. M. Aluchna zwraca uwagę na dodatkowe zmiany i nowe trendy, które osłabiają rolę rynku kapitałowego jako dodatkowego mechanizmu wspierającego procesy *corporate governance* (tabela 6)²⁴³. Niska aktywność drobnych akcjonariuszy, ich krótkookresowe zaangażowanie, wzmożony obrót na rynku instrumentów pochodnych (co do wartości kilkudziesięciokrotnie większy niż na rynku akcji) oraz nowe technologie umożliwiające inwestowanie na podstawie matematycznych algorytmów i handlu w milisekundach (tzw. *speed trading*) powodują, że strona popytowa na rynku kapitałowym coraz rzadziej podejmuje decyzje, opierając się narealnych wartościach związanych z wynikami, ładem korporacyjnym etc.

Tabela 6. Trendy na rynku kapitałowym a ład korporacyjny

Trend na rynku kapitałowym	Główne cechy	Wyzwanie dla ładu korporacyjnego
1	2	3
Mała aktywność akcjonariuszy	Ze względu na koszty lub wielość inwestycji akcjonariusze nie angażują się w nadzór nad spółką	Słaby nadzór nad zarządzającymi, ryzyko próżni nadzorczej
Krótkoterminowy akcjonariat	Strategie inwestycyjne zakładające krótkoterminowe posiadanie akcji	Akcjonariusze preferują szybki zarobek, nie wiążą się ze spółką na dłużej

241 P. Urbanek, *Zmiany w akcjonariacie w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 417–433.

242 W. Rogowski, M. Lipski, *Koncentracja sektora bankowego w Polsce*, [w:] *O nowy ład finansowy w Polsce. Rekomendacje dla animatorów życia gospodarczego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 49–50.

243 M. Aluchna, *Ład korporacyjny w kontekście zmian na rynku kapitałowym*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność...*, s. 360.

1	2	3
Instrumenty pochodne	Wykorzystanie złożonych instrumentów finansowych	Akcjonariusze poszukują wartości w inwestowaniu w instrumentu finansowe często w oderwaniu od rzeczywistości gospodarczej
Inwestowanie w oparciu o algorytmy	Strategia inwestycyjna wykorzystująca automatyzm algorytmów w reakcji na ruchy cen akcji	Instrumentalne podejście akcjonariuszy, ryzyko mniejszego znaczenia ładu korporacyjnego w algorytmie
Handel w milisekundach	Zarabianie dzięki wykorzystaniu szybkich technologii do wyprzedzających ruchy systemów transakcyjnych	Akcjonariusze preferują ultra szybki zarobek, nie wiążą się ze spółką na dłużej
Krótką sprzedaż	Strategia inwestycyjna polegająca na zarabianiu w sytuacji spadku kursów akcji	Akcjonariusze są zainteresowani spadkiem kursu akcji spółki

Źródło: M. Aluchna, *Ład korporacyjny w kontekście zmian na rynku kapitałowym*, [w:] P. Urbaneck (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 360.

Powyższe obserwacje skłaniają do wysunięcia kolejnych postulatów dotyczących praktyk i regulacji ładu korporacyjnego²⁴⁴. Po pierwsze, oczekuje się, że system nadzoru będzie dostarczał stałych i stabilnych ram prowadzenia monitoringu nad spółką, które zapewnią bezpieczne jej funkcjonowanie w warunkach mniejszej stabilności akcjonariatu. Po drugie, można założyć, że zwiększenie przejrzystości sprzyja większej stabilności inwestorów – nie będąc zaskakiwanymi nagłymi informacjami, są oni mniej skłonni do zajmowania tzw. krótkich pozycji. Po trzecie, poprawa transparentności powinna zachęcić akcjonariuszy do większego zaangażowania się w sprawę spółki (m.in. dzięki niższym kosztom pozyskiwania informacji). Po czwarte wreszcie, większa równowaga w zakresie realizacji celów wszystkich interesariuszy spółki zapewnić może większą stabilność prowadzonej przez nią polityki.

Analiza przytoczonych oczekiwań w odniesieniu do nadzoru pozwala zauważyć, że panaceum na słabości związane z dynamicznym rozwojem rynków kapitałowych upatruje się w silnych mechanizmach wewnętrznych nadzoru. Tym samym rynek kapitałowy, przynajmniej w pewnym zakresie, przestaje być elementem dyscyplinującym *corporate governance*, stając się obszarem potencjalnie generującym zawirowania. W świetle przeprowadzonych analiz można ostatecznie założyć, że

244 *Ibidem*.

w warunkach funkcjonowania polskiego sektora bankowego rynek kapitałowy nie pełni istotnej roli jako zewnętrzny mechanizm nadzoru korporacyjnego. Zamknięty model kontroli, dobrowolny charakter fuzji i przejęć oraz występowanie czynników zakłócających racjonalne decyzje popytowe powodują, że determinant skuteczności władania korporacyjnego należy doszukiwać się raczej w ramach relacji i uregulowań wewnątrz korporacyjnych.

1.3. Podsumowanie

Przedstawione w rozdziale 1 rozważania wskazują na wieloaspektowość zagadnień związanych z nadzorem korporacyjnym. Mnogość ujęć definicyjnych oraz liczne teorie nadzoru uznać należy za przesłankę dużej złożoności pojęcia, a tym samym braku jednoznacznego podejścia w kwestii istnienia optymalnych standardów nadzoru gwarantujących poprawność relacji wewnątrz korporacyjnych i stosunków korporacji z otoczeniem zewnętrznym.

Problematyka nadzoru korporacyjnego w podmiotach sektora bankowego wydaje się być jeszcze bardziej złożona z racji specyficznych funkcji pełnionych przez instytucje finansowe. Posiadają one szerokie grono interesariuszy, co implikuje większe prawdopodobieństwo zaistnienia potencjalnych konfliktów agencyjnych. Dodatkowo należy założyć, że uwzględniać muszą większą liczbę celów, z których zachowanie stabilności i bezpieczeństwa powierzonych im środków wydaje się być jednym z najistotniejszych.

Symptomatycznym jest fakt, że ocena stopnia realizacji tego celu jest skomplikowana i wymaga, oprócz transparentności w obszarze sprawozdawczości finansowej, stosunkowo zaawansowanej wiedzy z zakresu finansów i rachunkowości. Zważywszy na wspomnianą dużą liczbę interesariuszy oraz niekiedy brak przejrzystości informacji podawanych do domeny publicznej, należy przypuszczać, że ocena stabilności finansowej banku dokonywana bywa „na skróty”, poprzez weryfikację spełniania przez dany bank standardów nadzoru korporacyjnego. Realizacja dobrych praktyk nadzorczych uznawana jest w tej sytuacji za swoisty gwarant dbałości o stabilną kondycję banku. Biorąc powyższe pod uwagę, niezbędna wydaje się empiryczna weryfikacja faktycznego oddziaływania poszczególnych mechanizmów nadzorczych na bezpieczeństwo instytucji finansowych.

Analiza wskazanych przez Komitet Bazylejski obszarów nadzoru korporacyjnego w odniesieniu do realiów funkcjonowania polskiego sektora bankowego pozwala wytypować te zagadnienia, które uznać można za kluczowe z punktu widzenia oddziaływania na stabilność banków publicznych. Zdaniem autorki, należy do nich funkcjonowanie rady nadzorczej, polityka wynagrodzeń, polityka zarządzania ryzykiem oraz zewnętrzne środowisko regulacyjne. Kwestia zewnętrznych

regulacji zostanie szerzej omówiona w podrozdz. 2.1.2. Pozostałe mechanizmy i standardy nadzoru będą stanowiły punkt odniesienia do konstrukcji zmiennych objaśniających w modelu przedstawionym w części empirycznej monografii.

Autorka przychyliła się do twierdzenia D.P. Forbesa i F.J. Millikena o istotnym znaczeniu czynników behawioralnych, które w znacznej mierze determinują postawy i decyzje rady i zarządu, a zatem także strategię i poziom bezpieczeństwa banków²⁴⁵. Jednak ograniczone możliwości metodologiczne w zakresie zbadania zindywidualizowanych czynników osobowościowo-charakterologicznych poszczególnych członków organów nadzoru sprawiają, że konieczne staje się zawężenie badań do mierzalnych elementów strukturalnych, które, jak dowiedziono powyżej, mają bezpośredni wpływ na zachowania i decyzje ciał nadzorczych i kontrolnych. Przedstawione w rozdziale 4 badanie uwzględniać będzie zatem standardy nadzoru korporacyjnego odnoszące się do struktury własności i kontroli, charakterystyki i zasad funkcjonowania rady nadzorczej i zarządu, w tym systemów wynagradzania kadry kierowniczej. Tego rodzaju uwarunkowania nadzoru, w opinii autorki, mogą wpływać na decyzje w zakresie kształtowania wskaźników stabilności finansowej.

Reasumując, system nadzoru korporacyjnego w banku powinien być zaprojektowany w ten sposób, aby minimalizować negatywne konsekwencje wynikające z asymetrii informacji i powstawania konfliktów agencyjnych. Poszczególne organy nadzorcze powinny również reprezentować stanowiska i interesy jak największej grupy interesariuszy tak, aby podejmowane przez bank decyzje były optymalne z punktu widzenia wszystkich podmiotów związanych z jego środowiskiem wewnętrznym i otoczeniem zewnętrznym. Jak zauważa A. Samborski, szczególnie w odniesieniu do banków „aktywa nie powinny być rozpatrywane w kategoriach prywatnej własności akcjonariuszy, ale wspólnego dobra, które zostało im powierzone”²⁴⁶. Te warunki, wynikające wprost z teorii agencji i teorii interesariuszy, mogą być, w opinii autorki, zrealizowane przy założeniu m.in. wysokich standardów funkcjonowania rady nadzorczej, spełniającej przesłanki niezależności i silnego zaangażowania w kontrolę ryzyka podejmowanego przez bank. Ponadto, problem oddzielenia własności od zarządzania może być minimalizowany poprzez udział inwestorów instytucjonalnych, którzy, dbając o powierzony im kapitał, z większym zaangażowaniem będą sprawować czynności nadzorczo-kontrolne nad kadrą zarządzającą. Dodatkowym narzędziem łagodzącym konflikt interesów jest mechanizm kontraktowy wykorzystywany zwykle przy konstrukcji systemów wynagradzania. W przypadku podmiotów sektora bankowego, polityka wynagradzania musi z jednej strony pełnić funkcję motywującą (zachęcającą agentów-menedżerów do podejmowania aktywności na rzecz pryncypała-właściciela). Z dru-

245 D.P. Forbes, F.J. Milliken, *Cognition...*

246 A. Samborski, *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorczość organizacyjna*, „Problemy Zarządzania” 2015, t. 13, nr 4, s. 2011.

giej strony jednak, biorąc pod uwagę stosunek zaufania pomiędzy bankiem i jego klientami, powinna w szczególności sposób uwzględnić konieczność długookresowej stabilności, hamując skłonność menedżerów do podejmowania nadmiernego ryzyka i braku należytej dbałości o środki finansowe powierzone przez pryncypała, którego rolę w tym przypadku pełnią klienci banku. Wszystkie wymienione mechanizmy nadzorcze (skład i funkcjonowanie rady, zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych, konstrukcja systemów płacowych) będą punktem wyjścia do konstrukcji modelu zaprezentowanego w części empirycznej.

Rozdział 2

Stabilność finansowa banku

2.1. Uwarunkowania stabilności finansowej instytucji sektora bankowego

2.1.1. Definicje i pomiar stabilności finansowej

Pojęcie stabilności finansowej w odniesieniu do instytucji sektora bankowego pojawiło się w literaturze przedmiotu za sprawą publikacji R. Hollanda¹. Podjął on próbę wskazania uwarunkowań stabilności finansowej holdingu bankowego, którą można jednak odnieść również do innych form organizacyjnych banku. R. Holland wymienia dwa podstawowe aspekty warunkujące stabilność. Pierwszy związany jest z możliwością niezakłóconego świadczenia usług finansowych, drugi – z jakością nabywanych podmiotów. Chcąc uogólnić jego wnioski na wszystkie banki, działające nie tylko w formie holdingu, kwestię jakości nabywanych podmiotów należałoby potraktować szerzej – jako jakość nabywanych aktywów.

Cz. Mesjasz i W. Rogowski zauważają, że próba zdefiniowania stabilności finansowej odbywa się najczęściej poprzez wymienienie cech stanu stabilnego odróżniających go od niestabilnego². Zazwyczaj również analizuje się stabilność finansową w odniesieniu nie do jednego podmiotu, ale do całego sektora bankowego lub jeszcze szerzej – do systemu finansowego. W tak kompleksowym ujęciu stabilność finansową definiuje np. G. Schinasi, stwierdzając, że powinna ona być rozumiana jako możliwość realizacji przez system finansowy jego trzech podstawowych funk-

1 R. Holland, *Bank Holding Companies and Financial Stability*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1975, vol. 10, no. 4, s. 577–587.

2 Cz. Mesjasz, W. Rogowski, *Definicje stabilności finansowej*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 19.

cji: alokacji zasobów, oceny i poprawnego zarządzania ryzykiem oraz absorpcji zaburzeń finansowych³.

Bliższa pierwotnemu opisowi R. Hollanda jest definicja A. Crocketta, zgodnie z którą stabilność finansowa jest stanem, w którym prowadzenie działalności gospodarczej nie jest zakłócone przez zmiany cen aktywów ani przez problemy instytucji finansowych w wywiązywaniu się z ich zobowiązań⁴. A. Crockett uzależnia zatem stabilność w skali makro od względnie niezakłóconego funkcjonowania poszczególnych mikropodmiotów sektora finansowego.

Ową zależność jeszcze silniej akcentuje J.K. Solarz, przywołując opinię R. Kokoszczyńskiego, na mocy której stabilność systemu bankowego jest to jego zdolność do zachowania płynności finansowej oraz poszczególnych banków do pokrywania strat i ryzyka z kapitału własnego⁵. Jak podkreśla dalej autor, tak rozumiana stabilność zależy w głównej mierze od stopnia konkurencji na rynku finansowym, struktury instytucjonalnej systemu bankowego oraz sprawności funkcjonowania banków⁶.

Przytoczone powyżej próby zdefiniowania stabilności finansowej w ujęciu makroekonomicznym pozwalają wskazać dwie wspólne niemal wszystkim ujęciom cechy stabilności – brak istotnych zakłóceń w funkcjonowaniu systemu oraz wywiązywanie się ze zobowiązań przez podmioty tworzące system finansowy. W dalszej części monografii autorka skoncentruje się przede wszystkim na drugim z wymienionych uwarunkowań stabilności, ograniczając rozważania do skali mikro i analizując kondycję pojedynczych podmiotów sektora bankowego. Warto jednak w tym miejscu zauważyć, że na mocy przytoczonych definicji stabilność poszczególnych instytucji jest warunkiem *sine qua non* stabilności finansowej całego systemu.

Narodowy Bank Polski wyraźnie rozróżnia stabilność systemu finansowego, stabilność rynków finansowych oraz stabilność instytucji finansowej⁷. W rozumieniu NBP instytucja finansowa jest stabilna, jeśli może prowadzić nieprzerwaną działalność bez konieczności uzyskania pomocy z zewnątrz. Autorka niniejszej monografii proponuje dodatkowo, aby w definicji stabilności podkreślić konieczność analizy kondycji podmiotu w długim horyzoncie czasowym. W dalszej części książki przez stabilność finansową instytucji będzie zatem rozumiana taka kondy-

3 G. Schinasi, *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2006.

4 A. Crockett, *Theory and Practice of Financial Stability*, Essays in International Finance, 203, Princeton University, Princeton 1997, s. 2.

5 J.K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996, s. 123, za: R. Kokoszczyński, *Money and capital market reforms in Poland*, [w:] J. Bonin, I. Szekely (eds), *Development and Reform of the Financial System in Central and Eastern Europe*, Edward Elgar, London 1995, s. 257–267.

6 *Ibidem*.

7 Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego w Polsce. Styczeń 2000–czerwiec 2001*, Warszawa 2001, s. 7.

cja podmiotu, która zapewni mu perspektywę długookresowego nieprzerwanego funkcjonowania bez konieczności ubiegania się o zewnętrzną pomoc.

Bank Światowy (BŚ) wskazuje na cechy okresu destabilizacji finansowej, również odnosząc się do działania poszczególnych instytucji sektora. Wśród czynników charakteryzujących destabilizację wymienia: niechęć banków do finansowania jakichkolwiek przedsięwzięć (nawet potencjalnie zyskowych), występowanie znaczących różnic pomiędzy wartością rynkową a wewnętrzną aktywów oraz niedotrzymywanie terminów płatności⁸.

Szereg ujęć stabilności finansowej rodzi naturalne pytanie o możliwość i sposoby jej pomiaru. Jak wspomniano wcześniej, tematyka monografii implikuje zogniskowanie rozważań na wskaźnikach pomiaru stabilności pojedynczych instytucji. Wydaje się jednocześnie, że dobór sposobu pomiaru stabilności powinien wynikać z jej definicji. Jeśli zatem przyjąć propozycję NBP, odnoszącą się do funkcjonowania podmiotu bez pomocy z zewnątrz, kwestią kluczową dla tak rozumianej stabilności staje się wyposażenie banku w kapitał własny, który w sytuacji kryzysowej umożliwi absorpcję ewentualnych strat. Stanowiskiem sankcjonującym pomiar stabilności poziomem kapitału własnego (w relacji do aktywów) jest konsekwentna polityka Komitetu Bazylejskiego, który począwszy od 1988 r. działania na rzecz wzmocnienia stabilności finansowej opiera na kalkulacji tzw. adekwatności kapitałowej podmiotów sektora bankowego⁹.

2.1.2. Sieć bezpieczeństwa finansowego. Ujęcie normatywne

Sieć bezpieczeństwa finansowego (*safety net*) uznawana jest za jeden z kluczowych mechanizmów ochrony stabilności finansowej¹⁰. L. Pawłowicz i R. Wierzba wprost wskazują, że sieć bezpieczeństwa „rozumiana jest na ogół jako zespół rozwiązań instytucjonalnych i regulacji mających na celu ochronę systemu finansowego przed destabilizacją”¹¹. Sieć tę tworzą instytucje i regulacje prawne, których celem jest ochrona systemu finansowego przed destabilizacją będącą skutkiem niewypłacalności instytucji finansowych. Działanie sieci bezpieczeństwa finansowego ujawniać się zatem powinno w dwóch obszarach: profilaktycznym (zapobieganie niewypłacalności) i ratunkowym (minimalizowanie skutków ewentualnej destabilizacji).

8 The World Bank, *Financial Stability*, <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/background/financial-stability> (dostęp 03.02.2017).

9 E. Klepczarek, *Capital Adequacy of the Selected Banks in Poland on the Background of the Guidelines of Basel III Regime*, „Contemporary Problems in Corporate Governance” 2016, no. 3, s. 119.

10 M. Capiga, *Finanse banków*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 65.

11 L. Pawłowicz, R. Wierzba, *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 8–9, s. 4.

W wąskim znaczeniu sieć bezpieczeństwa sprowadza się do instytucji sprawujących nadzór nad działalnością banków¹². Celem działania nadzoru jest natomiast zapewnienie¹³:

- bezpieczeństwa środków pieniężnych zgromadzonych w bankach,
- zgodności działalności banków z przepisami ustawowymi, statutem oraz decyzją o wydaniu zezwolenia na utworzenie banku.

Tak rozumiana rola sieci bezpieczeństwa pomija aspekt regulacyjny, odnoszący się do tworzenia norm legislacyjnych, w ramach których funkcjonują instytucje finansowe. Zważywszy na fakt, że instytucje nadzorcze wyposażone są najczęściej w prerogatywy prawodawcze, zasadne wydaje się rozpatrywanie sieci bezpieczeństwa finansowego w kontekście mechanizmów nadzorczych i regulacyjnych¹⁴. Oznacza to, że tworzenie nowego systemu bezpieczeństwa finansowego odnieść należy zarówno do tworzenia nowych instytucji, jak i wprowadzenia nowych norm nadzorczych¹⁵.

Analiza sieci bezpieczeństwa finansowego w dobie powszechnej liberalizacji i globalizacji rynków finansowych odnosi się do instytucji krajowych i międzynarodowych. Jak podkreśla S. Heffernan, rozkwit bankowości międzynarodowej dostarcza nowych argumentów za wprowadzeniem uregulowań globalnych¹⁶. Warto zauważyć, że na szczeblu międzynarodowym tworzy się przede wszystkim mechanizmy regulacyjne, natomiast czynności wdrożeniowo-nadzorcze przewidziane są głównie w zakresie krajowych struktur instytucjonalnych. M. Marcinkowska stwierdza, że opracowywane na poziomie globalnym standardy, rekomendacje i wytyczne dotyczące stanowienia regulacji sektora finansowego mają na celu konwergencję i harmonizację przepisów oraz ustalenie wspólnych jednolitych zasad sprawowania nadzoru¹⁷. Kluczowymi, zdaniem M. Marcinkowskiej, międzynarodowymi organizacjami sieci bezpieczeństwa są: Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS), Rada Stabilności Finansowej (*Financial Stability Board* – FSB), Instytut Stabilności Finansowej (*Financial Stability Institute* – FSI) oraz grupa Gd20¹⁸.

Szczególną rolę w oddziaływaniu na kształt regulacji ostrożnościowych pełni Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego powstały w 1974 r. przy Banku Rozra-

12 M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 19.

13 M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, A. Szelałowska, Z. Zawadzka, *Bankowość. Instytucje, operacje, zarządzanie*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2013, s. 94.

14 Por. M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 19.

15 J. Węclawski, *Unia bankowa jako element europejskiej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Annales UMCS” 2015, R. XLIX, Sectio H, z. 2, s. 236.

16 S. Heffernan, *Nowoczesna bankowość*, przeł. J. Horowska, E.M. Kądziela, M. Jankowski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 214.

17 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 24–25.

18 *Ibidem*.

chunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements* – BIS). BCBS nie jest ciałem decyzyjnym, ale opiniotwórczym, z którego zaleceniami liczą się władze nadzorcze niemal wszystkich krajów na świecie¹⁹. W Europie, w tym również w Polsce, regulacje ostrożnościowe są wprowadzane dyrektywami UE, które najczęściej odzwierciedlają wytyczne bazylejskie. Implementacja dyrektyw unijnych na grunt prawa krajowego odbywa się natomiast w drodze stosownych ustaw i rozporządzeń²⁰. Aktualnie najważniejszą rolę w kwestii regulacji bezpieczeństwa banków wydaje się odgrywać pakiet CRD IV/CRR (*Capital Requirements Directive IV/Capital Requirements Regulation*)²¹, który wprowadza do prawa UE standardy przyjęte przez Komitet Bazylejski w 2010 r. (tzw. Bazylea III). Nowe przepisy obowiązują od 1 stycznia 2014 r., przy czym dyrektywa wymaga implementacji do prawodawstwa krajowego, a rozporządzenie obowiązuje bezpośrednio w krajach członkowskich UE bez konieczności przeprowadzania dodatkowych zmian prawnych w poszczególnych jurysdykcjach²².

Wdrożenie dyrektywy do polskiego porządku prawnego zostało dokonane przede wszystkim w formie nowelizacji ustawy – *Prawo bankowe*, dokonanej ustawą z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym²³. Nowe przepisy dotyczą w szczególności takich zagadnień, jak: definicja i struktura kapitału, dodatkowy wymóg kapitałowy na kontrahenta przy zawieraniu transakcji rynkowych, bufory kapitałowe, dźwignia finansowa, płynność, dokonywanie transakcji instrumentami pochodnymi za pośrednictwem centralnych kontrahentów²⁴.

Jak wspomniano wcześniej, nadzór na szczeblu globalnym realizowany jest przede wszystkim w aspekcie tworzenia regulacji. Czynności z zakresu ich wdrażania i bieżącego monitoringu stabilności są delegowane organom krajowym. W Polsce architekturę instytucjonalną sieci bezpieczeństwa rozumianej w kategoriach regulacyjno-nadzorczych tworzą: Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzo-

19 M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, A. Szelałowska, Z. Zawadzka, M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, A. Szelałowska, Z. Zawadzka, *Bankowość...*, s. 99.

20 A. Trubalski, *Wybrane aspekty implementacji dyrektyw Unii Europejskiej do systemu prawnego Rzeczypospolitej Polskiej*, „Przegląd Prawa Konstytucyjnego” 2013, nr 1(13), s. 179.

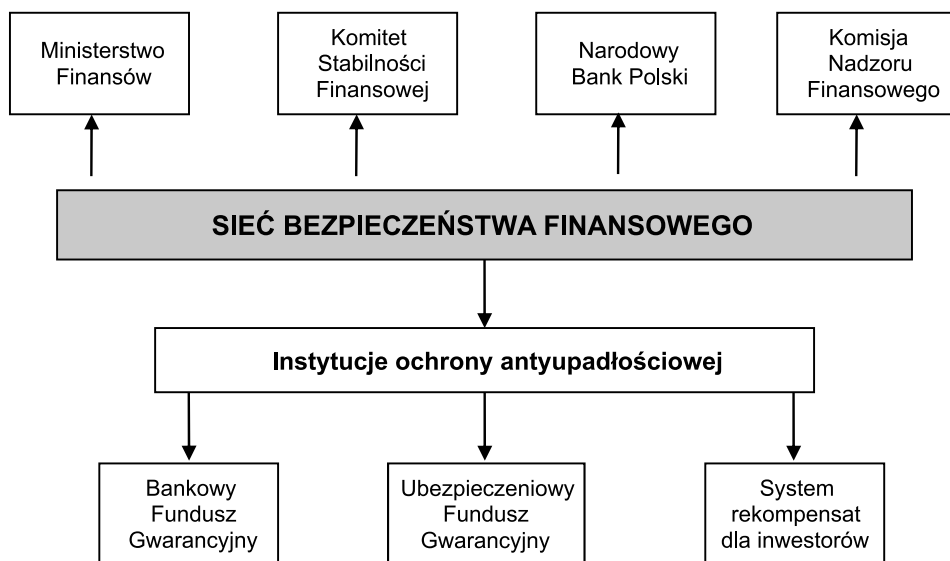
21 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

22 M. Brzozowski, *CRD IV, CRR – instrumenty makroostrożnościowe*, NBP, Warszawa 2014.

23 Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, Dz.U. 2015, poz. 1513.

24 M. Brzozowski, *CRD IV...*

ru Finansowego, Bankowy Fundusz Gwarancyjny oraz Ministerstwo Finansów²⁵. W grudniu 2007 r. powołano dodatkowo Komitet Stabilności Finansowej, w skład którego wchodzi minister finansów, prezes NBP, przewodniczący KNF i prezes BFG²⁶. M. Capiga zwraca uwagę, że ograniczenie struktury instytucjonalnej sieci bezpieczeństwa do wymienionych powyżej instytucji nie uwzględnia mechanizmów ochrony antyupadłościowej odnoszących się do podmiotów innych niż banki²⁷. Chodzi przede wszystkim o pominięcie Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego wypłacającego odszkodowania m.in. w przypadku ogłoszenia upadłości zakładu ubezpieczeń i systemu rekompensat dla inwestorów gwarantującego wypłaty inwestorom w sytuacji upadku firmy inwestycyjnej. Schemat przedstawiający architekturę sieci bezpieczeństwa finansowego z uwzględnieniem tych instytucji zaprezentowano na rysunku 6.



Rysunek 6. Struktura instytucjonalna sieci bezpieczeństwa finansowego w Polsce

Źródło: M. Capiga, *Finanse banków*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 68.

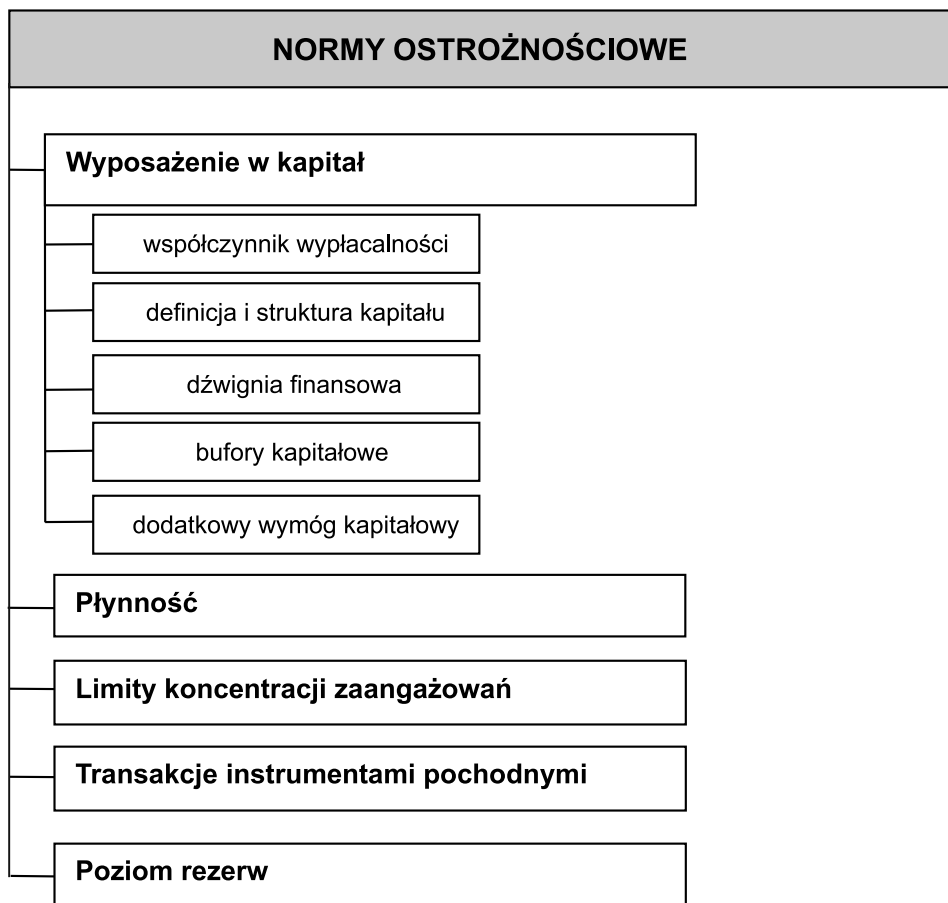
Wskazane na rysunku 6 instytucje monitorują na bieżąco kondycję podmiotów sektora bankowego, posługując się m.in. modelami wczesnego ostrzegania, w konstrukcji których wykorzystywane są tzw. normy ostrożnościowe. Oprócz wymienionych wcześniej, wdrożonych dyrektywą CRR, wśród pozostałych podstawowych norm ostrożnościowych wymienia się zazwyczaj limity koncentracji

²⁵ *Ibidem*.

²⁶ Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 roku o nadzorze...

²⁷ M. Capiga, *Finanse...*, s. 68.

zaangażowań, współczynnik wypłacalności (związany z akcentowaną w pakiecie CRD IV/CRR strukturą kapitału, buforami kapitałowymi i współczynnikiem dźwigni²⁸) oraz poziom rezerw²⁹. Syntetyczne ujęcie najistotniejszych regulacji ostrożnościowych przedstawia rysunek 7.



Rysunek 7. Podstawowe normy ostrożnościowe w sektorze bankowym

Źródło: opracowanie własne.

Analiza rysunku 7 pozwala zwrócić uwagę na dwie istotne kwestie. Po pierwsze, normy ostrożnościowe odnoszą się do wdrożenia określonych regulacji na poziomie mikro. NBP podkreśla wprawdzie, że są to narzędzia makroostrożnościowe

²⁸ Szerzej na ten temat patrz podrozdz. 2.2.

²⁹ Por. M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, A. Szelągowska, Z. Zawadzka, *Bankowość...*, s. 100.

zaprojektowane w celu przeciwdziałania ryzyku o charakterze systemowym³⁰, jednak ich wdrażanie odbywa się na szczeblu poszczególnych banków. Potwierdza się zatem wniosek, że stabilność systemu jest w istotnej mierze zdeterminowana stabilnością pojedynczych podmiotów w sektorze. Po drugie, wymienione regulacje w znaczącym stopniu koncentrują się na wyposażeniu banków w kapitał. Problematyka jakości i struktury kapitałów w banku, której analizę przeprowadza się w ramach oceny tzw. adekwatności kapitałowej, wydaje się więc być newralgiczna z punktu widzenia stabilnego funkcjonowania tego rodzaju instytucji³¹.

Limity koncentracji zaangażowań, zgodnie z art. 71 ustawy – *Prawo bankowe* również wynikają z poziomu funduszy własnych³². Regulacje w zakresie transakcji instrumentami pochodnymi odnoszą się zasadniczo do kwestii operacyjno-technicznych³³. Istotną nowością w odniesieniu do wcześniejszych regulacji jest pojawienie się norm płynnościowych. Charakterystyczne jest to, że wymogi w zakresie płynności zostały zaproponowane przez Komitet Bazylejski dopiero po globalnym kryzysie finansowym i od 2011 r. przechodziły one tzw. fazę testową³⁴. Rozporządzenie CRR wprowadziło dwa bufory płynności – jeden dotyczący płynności krótkoterminowej, drugi – długoterminowej, przy czym minimalne wymogi w tym zakresie odnoszą się aktualnie tylko do wskaźnika krótkoterminowego, regulacje w zakresie płynności długoterminowej mają obowiązywać od roku 2018³⁵.

Poziom rezerw związany jest m.in. z jakością portfela kredytowego. Banki w Polsce mogą tworzyć dwa rodzaje rezerw – rezerwę na ryzyko ogólne i rezerwy celowe³⁶. Rezerwa na ryzyko ogólne jest dobrowolna. O zasadach jej tworzenia mówi art. 130 ustawy – *Prawo bankowe*³⁷. Zgodnie z zapisami ustawy banki mogą włączyć w ciężar kosztów rezerwę służącą pokryciu niezidentyfikowanego ryzyka związanego z prowadzeniem działalności bankowej. Maksymalna wysokość rocznego odpisu wynosi 1,5% niespłaconej kwoty kredytów i pożyczek pieniężnych pomniejszonej o kwotę kredytów i pożyczek pieniężnych zaklasyfikowanych do kategorii straconych. Zaklasyfikowanie należności do kategorii straconych wiąże się bowiem z obowiązkiem utworzenia rezerw celowych w wysokości 100% tych należności. Można zatem stwierdzić, że poziom rezerw w banku zależy od jakości

30 M. Brzozowski, *CDR IV...*, s. 5.

31 Szerzej na ten temat patrz podrozdz. 2.2.

32 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – *Prawo bankowe*, Dz.U. 1997, nr 140, poz. 939.

33 E. Widz, *Rejestracja i rozliczanie transakcji instrumentami pochodnymi OTC w Polsce*, „Annales UMCS” 2014, Sectio H, t. XLVIII, z. 4, s. 255–264.

34 M. Maćcki, *Regulacje sektora bankowego*, Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH, 94, Warszawa 2014, s. 169.

35 M. Mikita, *Pakiet CRD IV/CRR i jego wpływ na rynek bankowy Unii Europejskiej*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” 2013, nr 3(42), s. 17–27.

36 M. Capiga, J. Harasim, G. Szustak, *Finanse banków*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005, s. 213.

37 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – *Prawo bankowe*, art. 130.

udzielonych kredytów i zobowiązań – te nieściągalne obligują bank do tworzenia rezerw celowych, natomiast szacowany przez bank stopień zagrożenia spłaty pozostałych wpływa na poziom rezerw na ryzyko ogólne. Trzeba jednak zauważyć, że rezerwy na ryzyko ogólne, z racji swej fakultatywności, uzależnione są od decyzji kierownictwa i zależą dodatkowo od osiągniętego wyniku finansowego, strategii finansowej banku, oczekiwań właścicieli itp.³⁸

Przedstawiona struktura sieci bezpieczeństwa finansowego i opracowane w jej ramach normy ostrożnościowe rodzą pytanie o znaczenie mechanizmów nadzoru korporacyjnego dla stabilizacji sektora bankowego. Uznać można, że sztywny gorset regulacyjny sektora może stanowić wystarczający mechanizm gwarantujący bezpieczeństwo instytucji finansowych. W odpowiedzi na tego rodzaju argumentację warto, zdaniem autorki, podnieść dwie kwestie.

Pierwszą jest istniejący na rynku usług bankowych istotny margines swobody w zakresie podejmowanego ryzyka. Pomimo licznych przepisów kształtowanie jakości portfela kredytowego leży w gestii zarządu banku. Normy ilościowe dotyczą głównie wymogów kapitałowych oraz płynności krótkoterminowej, co niejako potwierdza ich znaczącą rolę dla zapewnienia względnego bezpieczeństwa podmiotów sektora.

Drugą kwestią odnoszącą się do szerokiej kompetencji instytucji sieci bezpieczeństwa finansowego jest zakres i sposób rzeczywistego wdrażania postulowanych wytycznych. Doświadczenia kryzysu *subprime* dowodzą, że mechanizmy nadzoru korporacyjnego są kluczowe dla poprawnej implementacji narzuconych prawem obowiązków³⁹. Doskonałe pod względem merytorycznym prawo niewłaściwie egzekwowane może wręcz przyczynić się do zachwiania stabilności sektora⁴⁰. Dlatego też działalność sieci bezpieczeństwa musi być skoordynowana z poprawnym funkcjonowaniem systemów *corporate governance*.

38 E. Rogowska, *Rezerwy na ryzyko związane z działalnością banków*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 24, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 121–122.

39 Por. E. Klepczarek, *Corporate governance w sektorze bankowym. Lekcje z upadku banku Lehman Brothers*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.

40 Może to nastąpić poprzez złudzenie bezpieczeństwa – dobre prawo „zwalniania” niekiedy interesariuszy z monitorowania działalności banku, są oni przekonani o stabilności podmiotów działających w ramach prawa, mniejszą uwagę przywiązują do zakresu jego faktycznej implementacji.

2.2. Adekwatność kapitałowa jako wyznacznik stabilności instytucji finansowych

2.2.1. Istota adekwatności kapitałowej

Koncepcja minimalnych standardów kapitałowych jako wymogu zwiększającego bezpieczeństwo i stabilność instytucji sektora finansowego narodziła się na początku lat 80. XX w. w Stanach Zjednoczonych. Pierwotne jej założenia odnosiły się do relacji kapitału podstawowego (obejmującego kapitał akcyjny i rezerwy na należności nieściągalne) do średniej wartości aktywów⁴¹. Zgodnie z ustawowymi regulacjami, stosunek ten miał wynosić 5–6% w zależności od wielkości banku⁴². Podstawową słabością tego wymogu był brak uwzględnienia zróżnicowanych czynników zagrożeń odnoszących się do działalności poszczególnych objętych nim podmiotów, który zakładałby podział aktywów ze względu na związane z nimi ryzyko.

Rozwiązanie przypisujące poszczególnym kategoriom aktywów tzw. wag ryzyka zostało po raz pierwszy zaproponowane w 1986 r. przez Bank Rezerwy Federalnej i Bank Anglii⁴³. Wysuniętą przez te dwie instytucje metodę kalkulacji *Risk Based Capital* (RBC) uznać można za pierwowzór obowiązującej obecnie normy adekwatności kapitałowej, choć samo pojęcie adekwatności po raz pierwszy zdefiniował Komitet Bazylejski w 1988 r. w tzw. umowie kapitałowej (*Basle Capital Accord*)⁴⁴.

Reżim Bazylejski z roku 1988 miał na celu wzmocnienie stabilności międzynarodowego systemu bankowego poprzez przyjęcie wspólnych standardów kapitałowych. Zaproponowane rozwiązania miały m.in. uwrażliwić wymogi kapitałowe na zróżnicowane profile ryzyka poszczególnych banków, a także uwzględniać pozycje pozabilansowe przy wyliczaniu poziomu kapitału zapewniającego wypłacalność⁴⁵.

Dalsze prace nad metodologią szacowania i wartością wskaźników określających wymagania w zakresie wyposażenia kapitałowego banków znalazły odzwier-

41 T. Cicirko, *Efektywne zarządzanie kapitałem banku komercyjnego w Polsce w świetle standardów adekwatności kapitałowej*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012, s. 48.

42 M. Illing, G. Paulin, *The New Basel Capital Accord and the Cyclical Behaviour of Bank Capital*, Bank of Canada, Working Paper 2004–30, August 2004, s. 5.

43 D.G. Uyemura, D.R. van Deventer, *Zarządzanie ryzykiem finansowym w bankach. Teoria i praktyka zarządzania aktywami i pasywami*, przeł. Biuro Tłumaczeń „LIDEX”, Związek Banków Polskich, Warszawa 1997, s. 38.

44 Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard*, Basel, July 1988.

45 J. Zombrit, *Nowa Umowa Kapitałowa. Ewolucja czy rewolucja*, Ce.De.Wu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2007, s. 53.

ciędlenie w treści nowej umowy kapitałowej (*New Basel Capital Accord* – NUK), zatwierdzonej przez Komitet Bazylejski w 2004 r. i przyjętej następnie przez Komisję Europejską w formie dyrektyw⁴⁶. Doświadczenia kryzysu *subprime* stały się przyczynkiem do wprowadzenia kolejnych obostrzeń, których wyrazem był zaproponowany w 2010 r. projekt Basel III. Zawarte w nim wytyczne zostały następnie przeniesione na grunt prawa unijnego na mocy Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych⁴⁷ i są aktualnie sukcesywnie wdrażane w państwach wspólnotowych. Ukierunkowanie prac Komitetu Bazylejskiego na regulacje związane z jakością kapitału banków, a także niemal natychmiastowa implementacja zaproponowanych rozwiązań przez władze unijne wydają się przesądzać o kluczowym znaczeniu norm adekwatności kapitałowej dla stabilności podmiotów w systemie finansowym.

Kompleksowa ocena adekwatności kapitałowej wymaga odejścia od tradycyjnej, opartej jedynie na wartościach bilansowych metodzie kalkulacji kapitału. Konieczne staje się dzisiaj jednoznaczne zdefiniowanie pojęć – kapitału regulacyjnego, ekonomicznego i wewnętrznego⁴⁸ – związanych przede wszystkim z formą kapitału, strategią banku w zakresie podejmowanego ryzyka, a także ryzykiem zdeterminowanym uwarunkowaniami zewnętrznymi. Właściwa ocena relacji kapitał – ryzyko może zostać uznana za kluczowy warunek bezpieczeństwa funkcjonowania banku.

Na rysunku 8 zostały ujęte schematycznie obszary ewaluacji adekwatności kapitałowej. Oprócz oceny jakości funduszy własnych, poziomu współczynnika wypłacalności oraz opartych na tym współczynniku wartości kapitału regulacyjnego, ekonomicznego i wewnętrznego, obejmuje ona również szacowanie tzw. normy adekwatności kapitałowej uregulowanej stosowną uchwałą KNF⁴⁹.

KNF nie definiuje *explicite* pojęcia normy adekwatności kapitałowej, jednak Załącznik 20 do wspomnianej uchwały, zatytułowany *Zawiadomienie o przekroczeniu normy adekwatności kapitałowej*, wskazuje szczegółowo na pozycje zaliczane do kapitału dostępnego oraz całkowitego wymogu kapitałowego, a różnicę między nimi określa jako niedobór kapitału na pokrycie ryzyka. W przypadku wystąpienia takiego niedoboru (czyli przekroczenia normy adekwatności kapitałowej) wyżej wymienione zawiadomienie powinno być niezwłocznie przesłane do KNF⁵⁰.

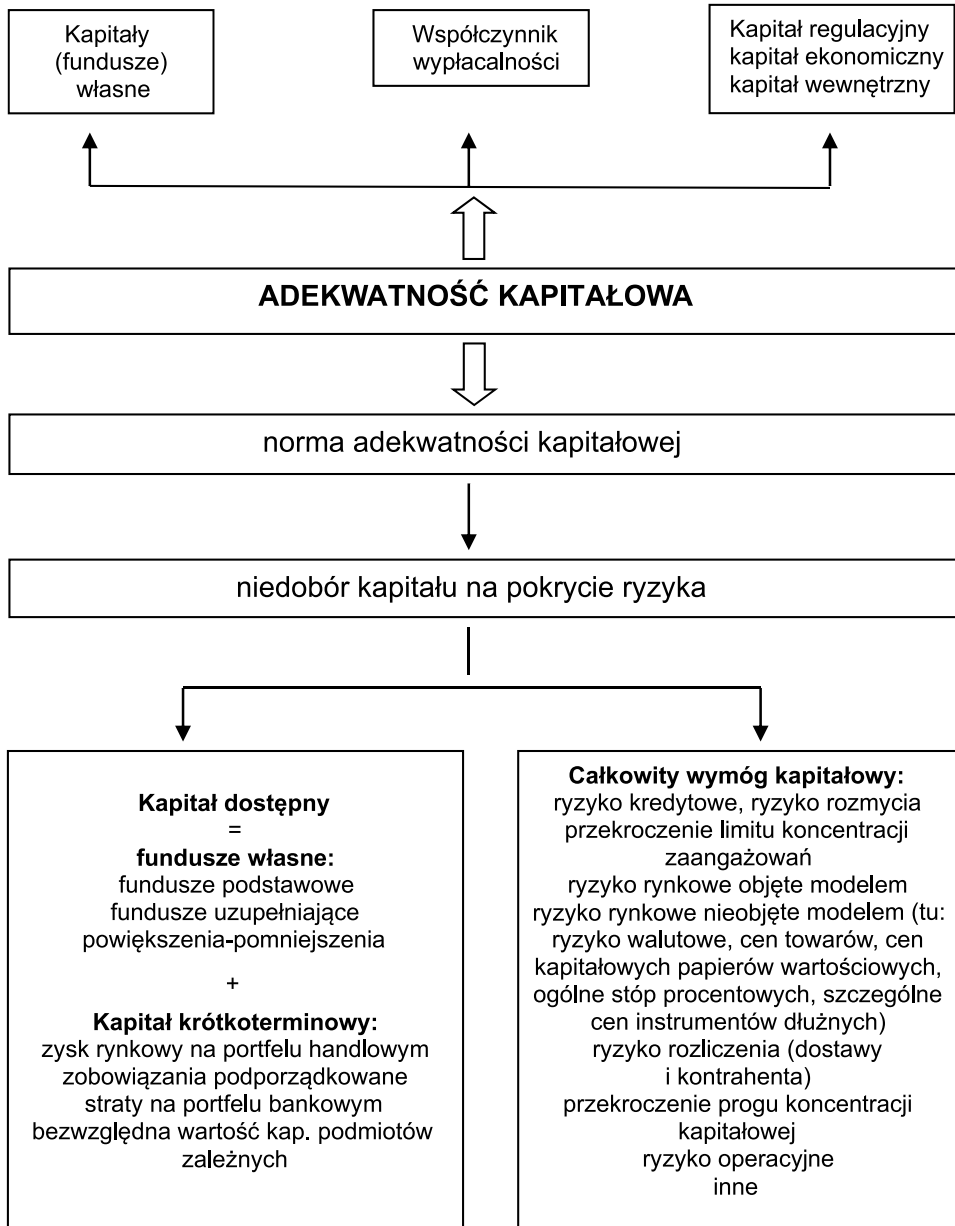
46 Dyrektywa 2006/48/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, zmieniająca Dyrektywę 2000/12/WE, Dyrektywa 2006/49/WE w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych, zmieniająca Dyrektywę 93/6/EWG.

47 Rozporządzenie CON/2012/5 Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.

48 Szerzej o poszczególnych kategoriach kapitału: patrz podrozdz. 2.2.2.

49 Uchwała nr 76/2010 KNF, załącznik nr 20, Rozdział II i III.

50 *Ibidem*.



Rysunek 8. Elementy oceny adekwatności kapitałowej banku

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Capiga, *Zarządzanie bankiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 97; Uchwała nr 76/2010 KNF, załącznik nr 20.

2.2.2. Kategorie kapitału bankowego

Próba dokonania klasycznego podziału kapitałów na własne i obce w przypadku banków polskich pozwala dostrzec brak spójności definicyjnej w przepisach ustawy *Prawo bankowe*⁵¹ i ustawy o rachunkowości⁵². Ustawa o rachunkowości, podobnie jak Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, posługuje się pojęciem kapitałów własnych, których wartość jest zwykle nieco niższa od wartości tzw. funduszy własnych, zdefiniowanych ustawą *Prawo bankowe*, nawiązującą z kolei do regulacji unijnych⁵³. Podstawowe różnice między wymienionymi kategoriami zaprezentowano w tabeli 7. Można zauważyć, że w ramach pierwszych trzech pozycji funduszy własnych mieszczą się wszystkie kategorie kapitałów własnych banku z wyjątkiem kapitału z aktualizacji wyceny. Jest on ujmowany w ramach tzw. funduszy uzupełniających, do których zaliczane są dodatkowo m.in. zobowiązania podporządkowane, zobowiązania z określonego rodzaju papierów wartościowych i inne fundusze określone w art. 127 ustawy *Prawo bankowe*⁵⁴. Fundusze własne banku, ujmowane zgodnie z ustawą *Prawo bankowe* będą zatem większe lub co najmniej równe kapitałom własnym banku ujętym w bilansie.

Tabela 7. Podstawowe różnice między kapitałami a funduszami własnymi banku – zestawienie dla banków działających w formie spółek akcyjnych i banków spółdzielczych

Kapitały własne banku (ujęcie bilansowe)	Fundusze własne banku (ujęcie wg ustawy <i>Prawo bankowe</i>)
1	2
Kapitał podstawowy banku: – kapitał zakładowy (bank w formie S.A.) – fundusz udziałowy (b. spółdzielczy) – wielkość ujemna: należne wpłaty na kapitał podstawowy i akcje własne	Fundusze podstawowe (zasadnicze): – kapitał zakładowy, zapasowy oraz kapitał (fundusz) rezerwy (b. w formie S.A.) – fundusz udziałowy, zasobowy oraz kapitał (fundusz) rezerwy (b. spółdzielczy) – fundusze określone w regulaminie oddziału banku zagranicznego
Kapitał zapasowy: – kapitał zapasowy (b. w formie S.A.) – kapitał zasobowy (b. spółdzielczy)	2. Fundusze podstawowe (pozycje dodatkowe): – fundusz ogólnego ryzyka – niepodzielony zysk z lat ubiegłych – inne pozycje bilansu określone przez KNF
Kapitał z aktualizacji wyceny	3. Pozycje pomniejszające fundusze podstawowe

51 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – *Prawo bankowe*.

52 Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz.U. 2016, poz. 1047.

53 M. Capiga, W. Gradoń, G. Szustak, *Adekwatność kapitałowa w ocenie bezpieczeństwa banku*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 41.

54 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – *Prawo bankowe*.

Tabela 7 (cd.)

1	2
Kapitał rezerwowy: – fundusz ogólnego ryzyka bankowego – pozostałe kapitały (fundusze) rezerwowe	4. Fundusze uzupełniające
Zysk/strata z lat ubiegłych oraz zysk/strata netto okresu obrachunkowego	

Źródło: M. Capiga, W. Gradoń, G. Szustak, *Adekwatność kapitałowa w ocenie bezpieczeństwa banku*, CeDeWu, Warszawa 2011, s. 44.

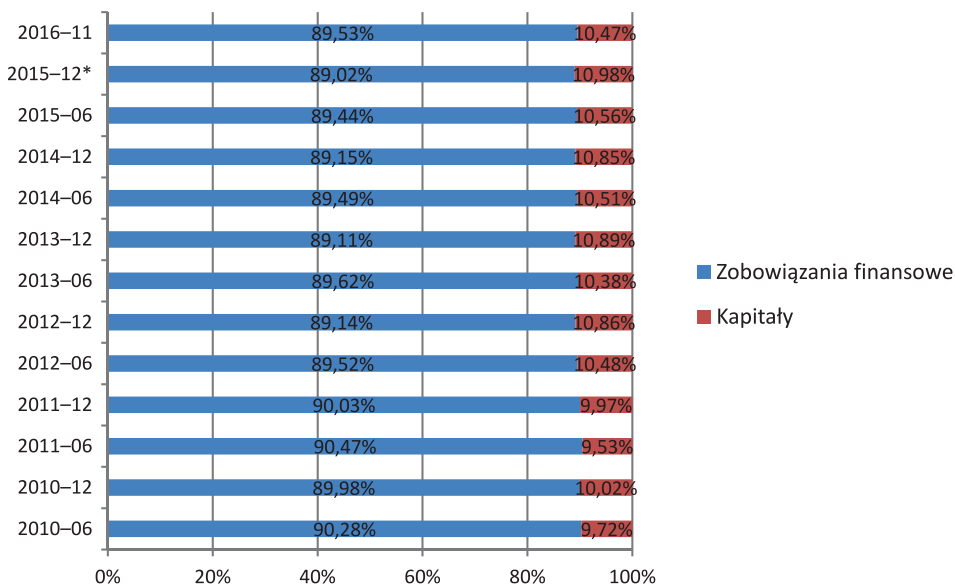
Należy podkreślić, że na potrzeby sporządzenia bilansu konieczne jest ustalenie wartości kapitałów własnych. Natomiast kalkulacja wskaźnika adekwatności kapitałowej opiera się na wartości funduszy własnych, w ramach których banki najczęściej identyfikują poziom poszczególnych kategorii kapitałów (zaliczanych do funduszy podstawowych zasadniczych) oraz kapitałów i funduszy (zaliczanych dodatkowych pozycji funduszy podstawowych). W praktyce wygląda to najczęściej w ten sposób, że w bilansie widnieją pozycje związane z kapitałami własnymi, a w notach objaśniających do sprawozdania finansowego raportowane są wartości funduszy własnych.

Specyfika działalności podmiotów sektora bankowego wiąże się z charakterystyczną strukturą pasywów, w której zdecydowanie dominują kapitały obce (wykres 1). Podstawowym źródłem finansowania są zobowiązania wobec depozytów, które stanowią 75–80% ogółu zobowiązań⁵⁵. Jednak to kapitały własne odgrywają kluczową rolę w ocenie konkurencyjności, bezpieczeństwa i budowaniu zaufania uczestników rynku oraz są głównym kryterium oceny adekwatności kapitałowej. Zarówno poziom kapitału regulacyjnego, ekonomicznego, jak i kapitału wewnętrznego oraz współczynnika wypłacalności⁵⁶ odzwierciedlają wartość kapitałów własnych.

Podział kapitału na regulacyjny i ekonomiczny wynika z zapisów Nowej Umowy Kapitałowej. W uproszczeniu można założyć, że poziom kapitału regulacyjnego warunkowany jest spełnieniem wymogów I Filaru NUK, natomiast wartość kapitału ekonomicznego jest odzwierciedleniem wytycznych zawartych w II Filarze. Wdrażane aktualnie postulaty Basel III zmieniają wprawdzie zakres subkategorii zaliczanych do kapitału regulacyjnego, jednak sama jego definicja pozostaje niezmienną – można go ująć jako minimalny poziom określonych składników

55 Wyliczenia na podstawie danych NBP – NBP, *Statystyka monetarna i finansowa. Dane finansowe sektora bankowego*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/nalezności.html (dostęp 06.02.2017).

56 Szczegółowy opis poszczególnych kategorii kapitału oraz metody liczenia współczynnika wypłacalności znajdują się w dalszej części rozdziału.



* Dane finansowe sektora bankowego nie obejmują banków w upadłości

Wykres 1. Struktura pasywów sektora bankowego w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/naleznosci.html (dostęp 06.02.2017).

kapitału własnego, jakim muszą dysponować instytucje finansowe dla spełnienia ostrożnościowych norm prawnych. Normy te wynikają z metody wyliczania współczynnika wypłacalności, który określa minimalny stosunek wybranych kategorii kapitałów własnych do aktywów i zobowiązań pozabilansowych ważonych ryzykiem kredytowym, operacyjnym i rynkowym.

Kapitał ekonomiczny, zdefiniowany w II Filarze NUK, wyznaczany jest za pomocą wewnętrznych procedur poszczególnych podmiotów, które powinny uwzględniać wszystkie realnie występujące rodzaje ryzyka, na jakie narażony jest bank funkcjonujący w określonym otoczeniu gospodarczym. Zatem kapitał ekonomiczny rozumiany może być jako całkowity poziom kapitału, który powinien posiadać bank w celu zapewnienia wypłacalności (czyli zaabsorbowania nieoczekiwanych strat) przy założonym poziomie ufności w określonym horyzoncie czasowym⁵⁷. Wymóg szacowania poziomu kapitału ekonomicznego wiąże się z koniecznością stworzenia wewnętrznych procedur i modeli pomiaru ryzyka, uregulowania w zakresie których są przedmiotem zapisów Filaru II.

⁵⁷ G. Schroeck, *Risk Management and Value Creation in Financial Institution*, John Wiley and Sons, New York 2002, s. 159.

Kapitał wewnętrzny utożsamiany jest niekiedy z kapitałem ekonomicznym, jednak niektóre publikacje wyraźnie rozróżniają te dwie kategorie⁵⁸. Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego definiuje kapitał wewnętrzny jako „ustalany przez bank kapitał, mający na celu pokrycie wszystkich zidentyfikowanych materialnych rodzajów ryzyka występujących lub mogących wystąpić w działalności oraz czynników otoczenia gospodarczego”⁵⁹. W innym ujęciu jest określany jako kapitał ekonomiczny, niezbędny do pokrycia strat wynikających z istotnych mierzalnych rodzajów ryzyka powiększony o kapitał na pokrycie strat wynikających z ryzyka trudno mierzalnego⁶⁰. Klasyfikację kapitałów uwzględnianych przy określaniu adekwatności kapitałowej banku przedstawiono na rysunku 9.

Można przyjąć, że kapitał wewnętrzny to kapitał własny banku wystarczający na pokrycie strat, których wystąpienie związane jest ze wszystkimi istotnymi rodzajami ryzyka. Warto zauważyć, że powyższa definicja implikuje konieczność bieżącego monitoringu i reakcji na zmienne uwarunkowania wewnętrzne i zewnętrzne, które generować mogą zmienność poziomu ryzyka wynikającego ze zjawisk zachodzących w samym banku oraz w jego otoczeniu.



Rysunek 9. Rodzaje kapitałów banku

Źródło: opracowanie własne.

58 Por. M. Capiga, W. Gradoń, G. Szustak, *Adekwatność...*; NUK – Nowa Umowa Kapitałowa, „Zeszyty BreBank-CASE” 2008, nr 98; Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, *Drugi Filar Nowej Umowy Kapitałowej*, Dokument konsultacyjny DK/7/2F, listopad 2005.

59 *Drugi Filar...*, s. 4.

60 *NUK – Nowa Umowa...*, s. 12.

2.2.3. Ewolucja metod kalkulacji współczynnika wypłacalności na mocy regulacji bazylejskich

Współczynnik adekwatności kapitałowej (inaczej współczynnik wypłacalności, współczynnik Cooka, *Capital Adequacy Ratio* – CAR), obok funduszy własnych i kapitału wewnętrznego, jest uznawany przez NBP za podstawowe kryterium ostrożnościowe dla banków⁶¹. Metodologia jego szacowania została po raz pierwszy zaprezentowana przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego pod kierownictwem Petera Cooka w 1988 r.⁶² Pierwotnie współczynnik ten obliczano na podstawie wzoru:

$$WW = \frac{\text{Tier 1} + \text{Tier 2}}{r_{kred}}$$

gdzie:

- WW – współczynnik wypłacalności,
- Tier 1 – kapitały I kategorii (opłacony kapitał akcyjny, ujawnione rezerwy, wartość przedsiębiorstwa – wartość ujemna)⁶³,
- Tier 2 – kapitały II kategorii (rezerwy nieujawnione, rezerwy z aktualizacji wyceny wartości aktywów, rezerwy na straty z tyt. udzielonych pożyczek i kredytów, kapitały hybrydowe, tj. dłużno-akcyjne, zobowiązania podporządkowane),
- r_{kred} – ekspozycja na ryzyko kredytowe.

Na potrzeby oszacowania ekspozycji na ryzyko kredytowe Komitet Bazylejski określił wagi przyporządkowane poszczególnym należnościom kredytowym, wyróżniając cztery typy w zależności od statusu wierzyciela, rodzaju zabezpieczenia itd. Minimalną wartość współczynnika wypłacalności wyznaczono na 8%, z dodatkowym zastrzeżeniem, zgodnie z którym ważone ryzykiem aktywa i pozycje pozabilansowe musiały być pokryte w przynajmniej w 4% kapitałami I kategorii⁶⁴.

Nowelizacja Basel I z 1996 r. oraz przyjęta w 2004 r. Nowa Umowa Kapitałowa wiązały się z istotnymi modyfikacjami w zakresie metod kalkulacji współczynnika wypłacalności. Do formuły wprowadzono nową kategorię funduszy własnych – Tier 3, obejmującą krótkoterminowe zobowiązania podporządkowane, spełniające określone warunki⁶⁵ oraz uwzględniono dodatkowe rodzaje ryzyka, tj. ryzyko

61 Narodowy Bank Polski, *Adekwatność kapitału. Fundusze własne. Podręcznik inspekcji na miejscu*, Warszawa, kwiecień 2007, s. 2.

62 M. Iwanicz-Drozdowska, *Ewolucja regulacji w zakresie adekwatności kapitałowej banków*, „Bezpieczny Bank” 2004, nr 1(22), s. 90.

63 Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence...*, s. 15–16.

64 M. Iwanicz-Drozdowska, *Ewolucja regulacji...*, s. 90.

65 *Ibidem*, s. 93.

rynkowe (cenowe) oraz ryzyko operacyjne⁶⁶. Tym samym nowa formuła obliczania wskaźnika wypłacalności przyjęła postać:

$$WW = \frac{\text{Tier 1} + \text{Tier 2} + \text{Tier 3}}{r_{kred} + 12,5 \times (t_{oper} + r_{rynk})} \geq 8\%,$$

gdzie:

- | | |
|------------------------|---|
| Tier 1, Tier 2, Tier 3 | – kapitały odpowiednio I, II i III kategorii; |
| r_{kred} | – ekspozycja na ryzyko kredytowe; |
| r_{oper} | – ekspozycja na ryzyko operacyjne; |
| r_{rynk} | – ekspozycja na ryzyko rynkowe. |

Komitet Bazylejski zmienił również metody szacowania ryzyka kredytowego. Umożliwił dokonanie wyboru pomiędzy metodą standardową i metodą wewnętrznych ratingów (IRB). Modyfikacje wprowadzono także w zakresie samej metody standardowej – decydujące się na nią podmioty zobowiązane zostały do przyznawania poszczególnych wag ryzyka na podstawie przynależności dłużników do określonej klasy i zewnętrznego ratingu nadanego im przez agencję ratingową⁶⁷. Natomiast banki korzystające z metody IRB musiały od tamtej pory same, w oparciu o przeprowadzone stress-testy⁶⁸, określać następujące wielkości: prawdopodobieństwo niewypłacalności, proporcję ekspozycji kredytowej, która zostanie utracona w przypadku wystąpienia niewypłacalności oraz wartość ekspozycji kredytowej w momencie niewypłacalności⁶⁹.

Również w tym przypadku sformułowano dodatkowe wymogi odnoszące się do proporcji poszczególnych kategorii kapitału. Wartość Tier 1 nie może być większa od Tier 2, zobowiązania podporządkowane nie mogą przekroczyć 50% Tier 1, a Tier 3 nie może stanowić więcej niż 250% tej części Tier 1, która pokrywa ryzyko rynkowe⁷⁰.

Przyjęcie w grudniu 2010 r. pakietu Basel III uznaje się za otwarcie nowego okresu w historii pomiaru adekwatności kapitałowej⁷¹. Reforma zaproponowana przez Komitet Bazylejski ukierunkowana została na zwiększenie zabezpieczenia

66 Uwzględnienie ryzyka rynkowego było następstwem dużej zmienności cen instrumentów finansowych, zwłaszcza tzw. derywatów; natomiast w miejsce ryzyka operacyjnego rozważano początkowo włączenie ryzyka stopy procentowej księgi bankowej, ostatecznie jednak zdecydowano się na formułę zawierającą ryzyko operacyjne.

67 M. Capiga, *Wybrane zagadnienia zarządzania ryzykiem banku – polskie regulacje ostrożnościowe a wymogi unijne*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 10, s. 30.

68 Testy warunków skrajnych polegające na obserwacji wyników banku przy założeniu ekstremalnie trudnych warunków otoczenia.

69 Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, *Metoda zaawansowana wyliczania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego*, Dokument konsultacyjny DK/03/IRB, Maj 2005, s. 12.

70 M. Capiga, W. Gradoń, G. Szustak, *Adekwatność...*, s. 50.

71 T. Cicerko, *Efektywne zarządzanie...*, s. 65.

kapitałowego w postaci najbardziej bezpiecznego kapitału pierwszej kategorii. Nowe regulacje ograniczyć mają dzięki temu powszechne w okresie poprzedzającym kryzys *subprime*, wykorzystywanie transakcji opartych na długu na potrzeby ekspansji kredytowej bez obniżania wskaźnika wypłacalności. Nowe wytyczne bazylejskie silnie podkreślają znaczenie kapitału akcyjnego, nazywanego składnikiem najwyższej jakości⁷². Wprowadzają ponadto rozróżnienie na dwie kategorie w ramach kapitału Tier 1 i wykluczają kapitał o niskiej płynności – Tier 3 – z kapitału regulacyjnego⁷³.

Na mocy opisanych powyżej regulacji nowy kapitał regulacyjny tworzą⁷⁴:

- 1) Tier 1 (*going-concern capital*) – kapitał służący do pokrywania strat w warunkach utrzymywania przez bank wypłacalności, na który składa się:
 - *Common Equity Tier 1* (CET 1) – kapitał powstały w wyniku emisji akcji zwykłych, zatrzymania zysków oraz tworzenia rezerw;
 - dodatkowy Tier 1 – kapitał obejmujący akcje uprzywilejowane oraz długoterminowe hybrydowe instrumenty finansowe (oparte na kapitale dłużnym i udziałowym), spełniające określone kryteria⁷⁵;
- 2) Tier 2 (*gone-concern capital*) – kapitał nabierający znaczenia przy utracie wypłacalności lub likwidacji banku. Tworzą go odpisy na rezerwy, długoterminowe zobowiązania podporządkowane oraz prawa do udziału w zyskach, spełniające określone kryteria⁷⁶.

Oprócz zmian w jakości komponentów kapitałowych zaliczanych do kapitału regulacyjnego zmodyfikowano również regulacje w zakresie minimalnych wymogów ilościowych, wyznaczanych przez poziomy wskaźników adekwatności odnoszących się do poszczególnych kategorii kapitału Tier 1. W związku ze wspomnianym silnym zaakcentowaniem roli kapitału akcyjnego, stosunek CET 1 do ogólnych aktywów ważonych ryzykiem wynosić ma 4,5%. Implikuje to wzrost poziomu całkowitego Tier 1 do 6%. Nie zmienił się natomiast wymóg 8% relacji ogólnego poziomu kapitału regulacyjnego (Tier 1 i Tier 2). Przedmiotowe zmiany mają być wprowadzane sukcesywnie do 2019 r., przy czym w latach 2013–2014 stosowne organy krajowe upoważnione zostały do określenia minimalnych współczynników w ramach określonych zakresów referencyjnych (tabela 8).

72 Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Bank and Banking Systems*, December 2010, s. 2.

73 Forum Obywatelskiego Rozwoju, *Wymogi kapitałowe (Bazylea III)*, 14 listopada 2011, s. 1.

74 K. Kochaniak, *Kapitał regulacyjny sektora bankowego w Polsce na tle rozwiązań Bazylei III*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe 11, Kraków 2011, s. 156–157.

75 2006/49/WE Rozporządzenie Parlamentu..., art. 48–49.

76 *Ibidem*, art. 60.

Tabela 8. Harmonogram wdrożenia minimalnych wymogów kapitałowych (Bazyilea III)

Minimalne wymogi kapitałowe ^{**} (w % aktywów ważonych ryzykiem)	Do końca 2012	Od 2013	Od 2014	Od 2015	Od 2016	Od 2017	Od 2018	Od 2019
Kapitał podstawowy Tier 1 (CET 1)	2,0	3,5–4,5	4,0–4,5	4,5	4,5 (5,125)	4,5 (5,75)	4,5 (6,375)	4,5 (7)
Tier 1 (CET 1+dodatkowy Tier 1)	4,0	4,5–6,0	4,5–6,0	6,0	6,0 (6,625)	6,0 (7,25)	6,0 (7,785)	6,0 (8,5)
Kapitał ogółem (Tier 1 + Tier 2)	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0 (8,62)	8,0 (9,125)	8,0 (9,875)	8,0 (10,5)

* W zależności od jakościowych zmian w definicji komponentów kapitałowych.

** W nawiasach łącznie z buforem kapitału zabezpieczającego.

Źródło: Forum Obywatelskiego Rozwoju, *Wymogi kapitałowe (Bazyilea III)*, 14 listopada 2011, s. 2.

W tabeli 8 ujęto również wartości tzw. buforów kapitału zabezpieczającego (ochronny bufor kapitałowy – *Capital Conservation Buffer* i antycykliczny bufor kapitałowy – *Countercyclical Capital Buffer*). Mają one stanowić dodatkowy kapitał regulacyjny zabezpieczający zdolność banków do pokrywania strat w sytuacjach kryzysowych. Przyjęto, że bufor kapitałowy tworzony będzie w okresach dobrej koniunktury z kapitału najwyższej jakości do kwoty 2,5% wartości aktywów ważonych ryzykiem⁷⁷. Będzie on mógł być wykorzystany w warunkach kryzysu do zapobiegania obniżaniu współczynników wypłacalności. Odbudowa bufora zapewniona została przez obowiązek zatrzymania zysku lub dokonywania wpłat przez akcjonariuszy w warunkach normalizowania się sytuacji makroekonomicznej. Takie rozwiązanie uzależnia możliwość wypłaty dywidendy od wysokości wskaźnika CET 1. Należy zwrócić uwagę, że od roku 2019 niedopełnienie obowiązku utrzymania minimalnej wartości współczynnika CET 1 będzie wiązało się z koniecznością przeznaczenia całego lub części zysku netto na uzupełnienie kapitału zabezpieczającego (tabela 9). Decyzję w sprawie wprowadzenia i wysokości bufora antycyklicznego podejmować mają władze krajowe na podstawie analizy dynamiki wzrostu akcji kredytowej przy zachowaniu wartości referencyjnych na poziomie 0–2,5%.

⁷⁷ *Ibidem*, s. 158.

Tabela 9. Zysk podlegający zatrzymaniu przy danym poziomie wskaźnika CET 1 (w %)

CET 1 Ratio	Część zysku podlegająca zatrzymaniu w banku
Do 5,125	100
Do 5,750	80
Do 6,375	60
Do 7,000	40
Powyżej 7,000	0

Źródło: K. Kochaniak, *Kapitał regulacyjny sektora bankowego w Polsce na tle rozwiązań Bazylei III*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe 11, Kraków 2011, s. 159.

Bazylea III wprowadziła jeszcze jeden wskaźnik, niemieszczący się w obszarze zaprezentowanej na rysunku 8 oceny adekwatności kapitałowej banku. Zaproponowany przez Komitet współczynnik dźwigni (*leverage ratio*) wyraża się wzorem⁷⁸:

$$LR = \frac{\text{Tier 1}}{I},$$

gdzie:

LR – współczynnik dźwigni,

I – aktywa i pozycje pozabilansowe (nieważone ryzykiem)⁷⁹.

Dzięki uwzględnieniu w formule aktywów i zobowiązań pozabilansowych bez odnoszenia się do związanego z nimi ryzyka, współczynnik dźwigni staje się odporny na ewentualny błędny dobór wag. Ma on być początkowo przedmiotem monitoringu Komitetu Bazylejskiego i Rady Stabilności Finansowej⁸⁰. Regulacje na szczeblu unijnym zobowiązały banki do publikowania wskaźnika dźwigni począwszy od 2015 r.⁸¹ Podkreśla się, że skutki szacowania poziomu dźwigni zgodnie z nową formułą nie są oczywiste. Wskaźnik obowiązywać będzie niezależnie od ryzyka podejmowanego przez daną instytucję. Z jednej strony chronić będzie więc przed nadmiernym zadłużeniem wynikającym z niedoszacowania ryzyka, z drugiej natomiast – może generować poprawianie bilansów poprzez wzmożoną sprzedaż instrumentów pochodnych. Może również osłabiać bodźce ostrożnościowe, gdyż te same wymogi w zakresie wskaź-

⁷⁸ *Basel III: A Global...*, s. 4.

⁷⁹ Aktywa muszą zostać pomniejszone o wartości niematerialne i prawne, jako że są one również odejmowane od kapitału akcyjnego przy obliczaniu Tier 1, na podstawie: K. D'Hulster, *Crisis Response. The Leverage Ratio*, The World Bank Group, Note Number 11, December 2009, s. 2.

⁸⁰ K. Kochaniak, *Kapitał...*, s. 162.

⁸¹ Forum Obywatelskiego Rozwoju, *Wymogi kapitałowe...*, s. 2.

nika dotyczyć będą operacji o wysokim, jak i o niskim poziomie ryzyka⁸². Tym niemniej współczynnik *leverage ratio* uznać należy za nowy, istotny element oceny adekwatności kapitałowej banków⁸³.

2.3. Podsumowanie

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego dowiodły, że istnienie sieci bezpieczeństwa finansowego nie gwarantuje stabilnego funkcjonowania podmiotów w sektorze bankowym. Należy zatem stwierdzić, że, obok silnej regulacji sektora, konieczne jest występowanie dodatkowych czynników zabezpieczających banki przed podejmowaniem nadmiernego ryzyka. Za jeden z kluczowych mechanizmów wpływających na wewnętrzne procesy decyzyjne w tym zakresie uznać należy system nadzoru korporacyjnego, którego oddziaływanie na stabilność będzie przedmiotem analizy empirycznej zawartej w rozdziale 4.

Konstrukcja modelu weryfikującego wpływ standardów nadzorczych na stabilność banków rodzi konieczność zdefiniowania terminu „stabilność banku” oraz wskazania zmiennej, która w możliwie najlepszy sposób tę stabilność będą odzwierciedlać. Czerpiąc z definicji zaproponowanej przez NBP, autorka przyjęła, że stabilność banku będzie rozumiana jako jego zdolność do długookresowego nieprzerwanego funkcjonowania bez konieczności ubiegania się o pomoc z zewnątrz.

Kluczowa rola, jaką przypisuje Komitet Bazylejski ocenie adekwatności kapitałowej banków, uzasadnia uznanie współczynnika wypłacalności za podstawowy miernik stabilności podmiotów w tym sektorze. Ewolucja regulacji w stronę coraz lepszego wyposażenia w kapitały najwyższej jakości pozwala domniemywać, że to właśnie w odpowiedniej strukturze pasywów upatruje się mechanizmu gwarantującego bezpieczeństwo finansowe. Z badań wynika, że polskie banki utrzymują wskaźniki wypłacalności na zróżnicowanym poziomie, wyższym od minimalnego wymaganego przepisami prawa⁸⁴. W tym miejscu należy jednak zaakcentować również pewne słabe strony pomiaru stabilności w oparciu o wyposażenie kapitałowe. Wskazuje się bowiem niekiedy na odwrotne do zamierzonego działanie norm adekwatnościowych⁸⁵. J. Stiglitz na przykład utrzymuje, że choć regulacje tego rodzaju narzucają obniżenie poziomu ryzyka przy utrzymywaniu relatywnie wysokich zasobów kapitału własnego, to w rezultacie banki zwiększają ryzyko po-

82 *Ibidem*, s. 4.

83 Por. T. Cicirko, *Efektywne zarządzanie...*, s. 73.

84 E. Klepczarek, *Capital Adequacy of the Selected Banks in Poland on the Background of the Guidelines of Basel III Regime*, „Contemporary Problems in Corporate Governance” 2016, no. 3, s. 117–139.

85 *Ibidem*.

dejmowanych działań, próbując w ten sposób odzyskać utracone w wyniku narzuconych norm korzyści⁸⁶.

Mając na uwadze wszystkie przytoczone argumenty, w ślad za stanowiskiem głównych organów sieci bezpieczeństwa finansowego, za kluczowy element przesądający o stabilności banku autorka uznała wskaźnik adekwatności kapitałowej. Zostanie on zatem wykorzystany jako zmienna objaśniana w zaprezentowanym w rozdziale 4 modelu. Nie należy przy tym ignorować faktu, że ogniskami destabilizacji mogą być w banku również inne obszary, związane na przykład z niedostateczną rentownością lub płynnością. Jednak można przyjąć założenie, że adekwatne do podejmowanego ryzyka wyposażenie banku w kapitały wysokiej jakości oraz dostęp do gwarancji i zasilania płynnościowego oferowanego m.in. przez organy sieci bezpieczeństwa w istotnym zakresie stanowią o jego stabilnej pozycji na rynku finansowym.

86 J.E. Stiglitz, *Principles of Financial Regulation. A Dynamic Portfolio Approach*, „The World Bank Research Observer” 2001, no. 1, s. 1–18.

Rozdział 3

Determinanty stabilności i struktury kapitałowej przedsiębiorstw – przegląd literatury

3.1. Wprowadzenie

Zaproponowane przez autorkę badania odnoszą się do zagadnienia, które nie zostało w literaturze przedmiotu dobrze rozpoznane. Występuje luka badawcza dotycząca analiz opisujących wpływ standardów nadzoru korporacyjnego na stabilność finansową mierzoną za pomocą wskaźnika innego niż wskaźniki efektywności. Niewielka liczba opracowań ograniczających badaną próbę do podmiotów sektora bankowego uzasadnia uwzględnienie w przeglądzie literatury studiów odnoszących się również do tzw. przedsiębiorstw niefinansowych¹.

Studium literatury obejmować zatem będzie trzy kategorie badań. W pierwszej kolejności (podrozdz. 3.2) przedstawione zostaną badania dotyczące wpływu standardów nadzorczych na wyniki ekonomiczne przedsiębiorstw (w przekroju wielosektorowym). Jest to najczęściej spotykany w piśmiennictwie kierunek badań nad skutecznością nadzoru. Przegląd wymienionych pozycji można uznać za zbieżny z tematem monografii przy przyjęciu założenia, że przesłanką stabilności finansowej podmiotu jest w znacznej mierze generowana przez niego nadwyżka finansowa pozwalająca na funkcjonowanie w silnie konkurencyjnym otoczeniu.

W dalszej kolejności (podrozdz. 3.3.1) zaprezentowane zostaną wyniki badań nad wpływem nadzoru na strukturę kapitałową przedsiębiorstw niefinansowych.

1 Uwaga odnosi się do tej części przeglądu, w której zaprezentowane zostaną badania ujmujące standardy nadzorcze w roli zmiennych objaśniających (podrozdz. 3.2 oraz 3.3.1). W podrozdz. 3.3.2 przedstawiono badania nad determinantami wskaźników stabilności charakterystycznych dla sektora bankowego i ta część przeglądu literatury ogranicza się do badań dotyczących instytucji finansowych.

Poza sektorem bankowym, w przedsiębiorstwach niefinansowych nie ma bowiem praktyki szacowania wskaźników wypłacalności. Należy jednak zauważyć, że idea adekwatności kapitałowej opiera się na analizie wyposażenia podmiotu w najwyższej jakości kapitał, czego odzwierciedleniem są również tradycyjne wskaźniki struktury kapitału.

Ostatnia część przeglądu literatury (podrozdz. 3.3.2) koncentrować się będzie na sektorze bankowym. Obejmować będzie pozycje dotyczące determinant struktury kapitałów i adekwatności kapitałowej. Przegląd ostatniej grupy przytoczonych opracowań pozwala zauważyć, że nie uwzględniają one zmiennych związanych z nadzorem korporacyjnym, dlatego badania zaproponowane przez autorkę mogą zostać uznane za oryginalne. Tym niemniej, zaprezentowane w podrozdz. 3.3.2 artykuły stanowić mogą źródło informacji o zmiennych kontrolnych, których wprowadzenie należy rozważyć przy konstrukcji modelu ekonometrycznego.

3.2. Mikroekonometria nadzoru w świetle studiów literaturowych

3.2.1. Skuteczność nadzoru korporacyjnego – najpopularniejsze obszary badawcze

Badania nad zależnościami pomiędzy standardami nadzoru korporacyjnego a wielkościami reprezentującymi wyniki spółek lub odzwierciedlającymi strukturę kapitałów są jednym z obszarów tzw. mikroekonometrii finansowej. W ujęciu ogólnym celem tego rodzaju analiz jest opis zależności wynikających z analizy mikrodanych dotyczących pojedynczych podmiotów gospodarczych. W odniesieniu do nadzoru pogrupować je można według czynników, których wpływ na wyniki firm stanowi przedmiot analizy. Są to w szczególności²:

- zasady funkcjonowania rady spółki (liczebność, obecność niezależnych członków, działalność komitetów, relacje rady z prezesem zarządu);
- struktura własności (własność rozproszona a skoncentrowana, własność korporacyjna, własność menedżerów, inwestorzy instytucjonalni);
- rynek kontroli nad korporacjami;
- rotacja na stanowiskach kierowniczych;
- wynagrodzenia menedżerów: kontrakty menedżerskie, opcje.

Problematyka związku jakości systemów nadzorczych i różnych kategorii związanych z wynikami przedsiębiorstw obecna jest w literaturze przedmiotu od lat 80.

2 M. Gruszczynski, *Empiryczne finanse przedsiębiorstw*, Difin SA, Warszawa 2012, s. 96.

ubiegłego wieku. Szczególne zainteresowanie nadzorem korporacyjnym i wzrost liczby publikacji z tej dziedziny zaobserwować można po licznych skandalach korporacyjnych na początku tego stulecia. Ilościowe badania w zakresie *corporate governance* obejmują w głównej mierze dwa szeroko pojmowane obszary oddziaływania nadzoru – efekty finansowe i jakość sprawozdań finansowych³. Oddziaływanie nadzoru na efekty finansowe bada się najczęściej, uwzględniając wskaźnik q Tobina⁴, wskaźniki rentowności, kosztu kapitału oraz inne utożsamiane z tzw. *performance* spółki.

3.2.2. Nadzór korporacyjny a wyniki przedsiębiorstw – ujęcie multisektorowe

3.2.2.1. Skład i wielkość rady nadzorczej

Skuteczne działanie rady uznać można za czynnik minimalizujący konflikty agencyjne. W literaturze przedmiotu skład rady, w tym głównie jej liczebność i udział członków niezależnych, wskazuje się jako jeden z najistotniejszych elementów determinujących efektywność jej pracy⁵. Ponadto, w badaniach nad skutecznością nadzoru analizowana jest również działalność komitetów rady, częstotliwość posiedzeń, rozdział funkcji przewodniczącego rady i prezesa oraz udział kobiet w jej składzie. Jednak badania nad wpływem składu i struktury rad na wyniki przedsiębiorstw nie przynoszą jednoznacznych konkluzji dotyczących skuteczności poszczególnych rozwiązań⁶. Przytoczone poniżej przykłady wskazują na brak zgodności wyników, potwierdzając jednocześnie zasadność przeprowadzenia badań empirycznych na próbie ograniczonej pod względem rodzaju prowadzonej działalności i obowiązującego modelu nadzoru korporacyjnego.

Sygnalizowany wcześniej pozytywny wpływ niezależnych członków rady na efektywność przedsiębiorstwa nie został jednoznacznie potwierdzony empirycznie. E.F. Fama twierdzi, że udział członków niezależnych jest konieczny dla zapobiegania takim zjawiskom jak niejawne zmywy i próby wywłaszczenia majątku

3 Podział ten zaczerpnięty został z artykułu: P. Brown, V. Beekes, P. Verhoeven, *Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review*, „Accounting and Finance” 2011, vol. 51, s. 96–172. Przedstawiony przez autorkę w podrozdz. 3.2.3 przegląd literatury koncentrować się będzie wokół elementów pierwszej kategorii. Badania odnoszące się do efektów związanych ze sprawozdaniami finansowymi wykazują oddziaływanie *corporate governance* na transparentność, jakość polityki informacyjnej spółek, zawartość i użyteczność sprawozdań finansowych itd. Oddziaływanie tego rodzaju nie jest bezpośrednio związane z kierunkiem badań empirycznych zaprezentowanych w rozdz. 4.

4 Wartość rynkowa spółki do wartości odtworzeniowej jej aktywów.

5 M. Aluchna, *Mechanizmy Corporate Governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 109.

6 *Ibidem*, s. 115.

przez menedżerów posiadających akcje spółki⁷. Zastrzega jednakże, że rada nie powinna składać się ani z samych członków niezależnych, ani tylko z tzw. *insiderów*⁸, będących w posiadaniu papierów udziałowych nadzorowanego podmiotu⁹. Jak podkreślają E.F. Fama i M. Jensen, udział w radzie menedżerów najwyższego szczebla jest niezbędny¹⁰, z racji chociażby specyficznej wiedzy o spółce, jaką dysponują¹¹. Jednocześnie niezależni dyrektorzy, wolni od układów i interesów wewnętrznych, są motywowani do należytego sprawowania funkcji nadzorczych ze względu na chęć zdobycia lub utrzymania reputacji profesjonalnych ekspertów w środowisku biznesowym.

Powyższą konstatację podważa Ch.S. Axworthy, twierdząc, że generalnie dyrektorzy niewykonawczy¹² sprawują bardzo ograniczony nadzór w stosunku do dyrektorów wykonawczych. Dzieje się tak albo z powodu braku możliwości skutecznej kontroli, albo z powodu braku motywacji do jej sprawowania¹³. Autor ten posuwa się wręcz do stwierdzenia, że funkcja rady dyrektorów sprowadza się zasadniczo do ratyfikowania ustaleń *managementu* i wyeliminowanie instytucji rady nie pociągnęłoby za sobą żadnych istotnych konsekwencji¹⁴. A.F. Conrad z kolei uważa, że wprowadzenie niezależnych członków do rady może mieć dla spółki trzy rodzaje następstw. Po pierwsze, sytuacja spółki może się polepszyć z racji opracowania zrównoważonej, bezpiecznej strategii¹⁵. Po drugie, może nie ulec zmianie, kiedy zewnętrzni niezależni dyrektorzy nie będą mieli wystarczającej siły przetargowej lub motywacji do stwarzania bodźców do zmiany dla wewnętrznych dyrektorów. Spółka może wreszcie funkcjonować gorzej, jeśli niezależni członko-

7 E.F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „The Journal of Political Economy” 1980, vol. 88, no. 2, s. 288–307.

8 *Insider* – osoba zatrudniona w spółce lub osoba/podmiot będąca w posiadaniu ponad 10% akcji z prawem głosu.

9 *Ibidem*, s. 294.

10 Przytoczone rozważania dotyczą głównie anglosaskiego modelu nadzoru, jednakże spostrzeżenia autorów w zakresie dyrektorów niezależnych (lub szerzej niewykonawczych) odnieść można również do niezależnych członków rad nadzorczych w modelu kontynentalnym.

11 E.F. Fama, M. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 314.

12 Pojęcie szersze niż dyrektorzy niezależni, oznacza dyrektorów wchodzących w skład rady niepełniących funkcji kierowniczych w spółce. Dyrektor niewykonawczy nie musi spełniać kryterium niezależności, a zatem kategoria ta obejmuje zarówno członków zależnych (ale nie menedżerów), jak i niezależnych rady.

13 Ch.S. Axworthy, *Corporate Directors – Who Needs Them?*, „The Modern Law Review” 1988, vol. 51, no. 3, s. 278.

14 *Ibidem*, s. 275.

15 A.F. Conrad, *The Supervision of Corporate Management: A Comparison of Developments in European Community and United States Law*, „Michigan Law Review” 1984, vol. 82, no. 5/6, s. 1459–1488.

wie rady mający mniej informacji o szczegółach jej działalności nie wykażą należytego zaangażowania i podejmować będą niewłaściwe decyzje¹⁶.

W rozprawach teoretycznych często znaleźć można odniesienie do drugiej z wymienionych przez A.F. Conrada sytuacji, kiedy to działania dyrektorów niezależnych (lub szerzej – działania całej rady) nie mają zasadniczo istotnych skutków dla funkcjonowania podmiotu. Do powyższej tezy przychyła się R.C. Clark, twierdząc, że dyrektorzy niewykonawczy (zarówno zależni, jak i niezależni) w ogóle nie powinni być postrzegani jako istotni decydenci¹⁷. To kierownictwo, jego zdaniem, inicjuje i nadaje kierunek działaniu. Rola dyrektorów (szczególnie zewnętrznych) zwykle ogranicza się jedynie do akceptacji działań zarządu, okazjonalnie tylko służą oni radą lub zadają pytania¹⁸. W szerszym kontekście problem ujmuje M.H. Jensen, dowodząc, że zagadnienie dysfunkcyjności rady dyrektorów nie ogranicza się do bierności członków niezależnych, ale wiąże się z innymi niekorzystnymi zjawiskami, takimi jak brak istotnych czynników motywujących do aktywnego działania lub niezrozumienie kluczowego znaczenia długookresowej strategii dla optymalnego wzrostu i rozwoju spółki¹⁹.

Przegląd badań empirycznych potwierdza niejednoznaczność wniosków dotyczących wpływu niezależnych członków rady na wyniki spółek. Pozytywną korelację dokumentują np. D.B. Baysinger i H.N. Butler²⁰, M.H. Schellenger i inni²¹, J.A. Pearce i S.A. Zahra²², a także V. Krivogorsky²³. Ostatnia przywołana pozycja wydaje się być szczególnie istotna, gdyż jest jedną z nielicznych odnoszącą się do firm z kontynentalnej Europy (większość tego rodzaju analiz uwzględnia przedsiębiorstwa ze Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii).

Znacząca liczba prac dowodzi również ujemnego związku pomiędzy wielkością frakcji członków niezależnych w radzie a wynikami spółki. Można wśród nich wymienić artykuł S.A. Zahry i W.W. Stanton, uwzględniający dane 100 losowo wybranych spółek z listy 1980 Fortune 500 List²⁴. Istotnie negatywny wpływ na

16 *Ibidem*.

17 R.C. Clark, *Corporate Law*, Little, Brown 1986, s. 108.

18 *Ibidem*.

19 M.H. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, „The Journal of Finance” 1993, vol. 48, Issue 3, s. 873.

20 D.B. Baysinger, H. N. Butler, *Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*, „Journal of Law, Economics, & Organization” 1985, vol. 1, no. 1, s. 101–124.

21 M.H. Schellenger, D.D. Wood, A. Tashakori, *Board of Directors Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy*, „Journal of Management” 1989, no. 15, s. 457–467.

22 J.A. Pearce, S.A. Zahra, *Board Compensation from a Strategic Contingency Perspective*, „Journal of Management Studies” 1992, no. 29, s. 411–38.

23 V. Krivogorsky, *Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe*, „The International Journal of Accounting” 2006, no. 41, s. 176–197.

24 S.A. Zahra, W.W. Stanton, *The Implications of Board of Directors’ Composition for Corporate Strategy and Performance*, „International Journal of Management” 1988, no. 5(2), s. 229–236.

wskaźniki efektywności wykazują również badania A. Agrawala i C.R. Knoebera przeprowadzone na próbie 400 dużych spółek amerykańskich²⁵, D. Yermacka dotyczące 452 amerykańskich firm przemysłowych²⁶ oraz znaczące ze względu na wielkość próby²⁷ i duże zróżnicowanie miar dotyczących wyników spółek – badania S. Bhagata i B.S. Blacka²⁸.

Przegląd literatury przedmiotu potwierdza również występowanie trzeciej opisaney przez A.F. Conrada sytuacji, w przypadku której stwierdza się brak wpływu niezależnych członków rady na wyniki. Tego rodzaju wnioski formułują np. P.L. Rechner i D.R. Dalton²⁹, R.S. Chagat i inni³⁰ oraz D.R. Dalton i inni³¹. Interesujące spostrzeżenie poczynili R. Duchin i inni, stwierdzając, że kierunek oddziaływania zewnętrznych dyrektorów różni się w zależności od kosztów pozyskania informacji o spółce³². Jeśli są niskie, zewnętrzni dyrektorzy w radzie oddziałują pozytywnie na wyniki, jeśli wysokie – kierunek oddziaływania jest przeciwny (koszt pozyskania informacji zmierzony został m.in. liczbą analiz dotyczących prognoz finansowych spółki, zróżnicowaniem tych prognoz oraz ich odchyleniami od rzeczywiście uzyskanych wyników). R. Duchin i inni uważają, że ostatecznie w badanych próbach ten różny kierunek oddziaływań daje wypadkowy efekt w postaci braku korelacji pomiędzy opisywanymi zmiennymi.

Warte podkreślenia wyniki badań w omawianym obszarze przedstawia S. Block, systematyzując niejako hipotezę o różnych kierunkach oddziaływania niezależnych członków rady na wyniki spółki³³. Dowodzi on mianowicie, że ogłoszenie informacji o powołaniu niezależnego dyrektora do rady wpływa zwykle dodatnio na skumulowaną anormalną stopę zwrotu dla inwestorów, potwierdzając tym samym pozytywny odbiór tego rodzaju decyzji przez rynek kapitałowy. Jednak siła tej reakcji jest

-
- 25 A. Agrawal, C.R. Knoeber, *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1996, vol. 31(3), s. 377–397.
- 26 D. Yermack, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*, „Journal of Financial Economics” 1996, vol. 40, s. 185–211.
- 27 Dane z lat 1985–1995 o 934 spółkach amerykańskich.
- 28 S. Bhagat, B.S. Black, *Board Independence and Long-term Firm Performance*, Working Paper, Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, Columbia 2000, s. 1–44.
- 29 P.L. Rechner, D.R. Dalton, *Board Composition and Shareholder Wealth: An Empirical Assessment*, „International Journal of Management” 1986, vol. 3(2), s. 86–92.
- 30 R.S. Chaganti, V. Manajan, S. Sharma, *Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry*, „Journal of Management Studies” 1985, no. 22, s. 400–417.
- 31 D.R. Dalton, C.M. Daily, A.E. Ellstrand, J.L. Johnson, *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance*, „Strategic Management Journal” 1998, no. 19, s. 269–290.
- 32 R. Duchin, J.G. Matsusaka, O. Ozbas, *When Are Outside Directors Effective?*, „Journal of Financial Economics” 2010, no. 96, s. 195–214.
- 33 S. Block, *The Role of Nonaffiliated Outside Directors in Monitoring the Firm and the Effect on Shareholder Wealth*, „Journal of Financial and Strategic Decisions” 1999, vol. 12, no. 1, s. 1–8.

silnie uzależniona od liczby niezależnych członków zasiadających już w radzie danej spółki. Pierwszy zewnętrzny dyrektor traktowany bywa czysto symbolicznie, nie wzbudzając entuzjazmu i poprawy perspektyw, każdy kolejny wywołuje już istotnie większy wzrost skumulowanej anormalnej stopy zwrotu. Dzieje się tak aż do osiągnięcia punktu krytycznego (zwykle sytuacja, kiedy niezależni członkowie stanowią ponad połowę składu rady), w którym dodatkowy niezależny w opinii rynku wydaje się nie poprawiać już sytuacji spółki. S. Block zauważa, że istotną kwestię stanowi również zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych, których obecność jest dla giełdy informacją o silnym monitoringu działań menedżerów, wobec czego powoływanie zewnętrznych członków rady ma w tym przypadku znacznie mniejsze znaczenie i wywołuje słabszą reakcję uczestników rynku.

Temat akcjonariuszów większościowych i niezależnych członków rady podejmują J. Dahya i inni³⁴. Na podstawie danych z 22 krajów dotyczących 799 firm z inwestorem większościowym dokonali oni analizy wpływu struktury rady, w tym głównie frakcji członków niezależnych (definiowanych jako niezwiązanych z inwestorem), na wyniki spółki. W badaniu uwzględnili dodatkowo stan prawny krajów w zakresie praw ochrony inwestorów mniejszościowych. Podjęte analizy miały m.in. dać odpowiedź na pytanie, czy wzmocnienie nadzoru (utożsamiane w tym badaniu z powołaniem niezależnego członka rady) stanowić może swoistą rekompensatę w przypadku nieefektywnego prawa we wspomnianym zakresie. Wyniki ich badań potwierdziły zasadniczo pozytywną korelację pomiędzy liczbą członków niezależnych a wskaźnikami q Tobina w badanych spółkach. Ukazały jednak dodatkową istotną prawidłowość – korelacja pomiędzy niezależnym składem rady a wartością spółki jest dużo silniejsza w krajach, w których system prawny gorzej chroni akcjonariusz mniejszościowych. Można zatem postawić tezę, że w krajach tych inwestor strategiczny, chcąc zrekompensować niższą wartość spółki wynikającą z reżimu prawnego³⁵, powinien powołać do rady jak najwięcej członków niezwiązanych ze spółką.

Przytoczone badania, jak wspomniano wcześniej, dotyczą w przeważającej mierze anglosaskiego modelu nadzoru korporacyjnego. Literatura odnosząca się do modelu kontynentalnego jest uboższa, jednak również w przypadku modeli dwupoziomowych potwierdza się niejednoznaczność wyników. Badanie T. Postmy i innych przeprowadzone na spółkach holenderskich dowiodło ujemnej korelacji

34 J. Dahya, O. Dimitrov, J.J. McConnell, *Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis*, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper, no. 99, Belgium 2005.

35 Zależność dowodzącą mniejszej wartości spółek w krajach o słabej prawnej ochronie inwestorów mniejszościowych przedstawiają np. badania: R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation*, „Journal of Finance” 2002, no. 57(3), s. 1147–1170 oraz S. Claessens, S. Djankov, J. Fan, L. Lang, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, *ibidem*, no. 57, s. 2741–2771.

pomiędzy niezależnymi członkami rady a wynikami³⁶, natomiast analiza spółek wchodzących w skład sWIG80 przeprowadzona przez Ł. Tyrajskiego udowodniła, że dla inwestorów giełdowych przy ocenie efektywności przedsiębiorstw skład rady nadzorczej nie ma istotnego znaczenia³⁷.

Badania dowodzą, że nie tylko skład, ale również liczebność rady ma wpływ na wyniki spółki. Powyższa zależność nie budzi jednak takich kontrowersji jak kwestia członków niezależnych. W większości opracowań wskazuje się, że wielkość rady jest negatywnie skorelowana ze wskaźnikami wyznaczającymi *performance* przedsiębiorstw. Relację tę tłumaczy się m.in. łatwiejszym osiągnięciem konsensusu przez mniej liczne rady, niższymi kosztami agencyjnymi oraz szybszym odwoływaniem prezesa w sytuacji niewłaściwego zarządzania spółką. Problem powyższy opisuje np. M.H. Jensen, stwierdzając, że „jeśli liczba członków rady jest większa niż siedem lub osiem osób, zmniejsza się prawdopodobieństwo jej efektywnego funkcjonowania i rośnie siła kontroli CEO”³⁸. Tezę tę potwierdzają M. Lipton i J.W. Lorsch, sugerując, że w radzie powinno zasiadać maksymalnie 10 członków w proporcji 1 : 2 (na jednego związanego ze spółką powinno przypadać dwóch niezależnych)³⁹.

Badania empiryczne w większości potwierdzają postulaty odnoszące się do liczebności rad. D. Yermack dowodzi odwrotnej zależności pomiędzy wielkością rady a wynikami spółek na podstawie danych dotyczących 452 amerykańskich firm przemysłowych z lat 1984–1991⁴⁰. Jego badania pokazują dodatkowo, że podmioty angażujące mniej osób do rad dyrektorów charakteryzują się korzystniejszymi wartościami innych wskaźników finansowych oraz opracowują silniejsze bodźce motywacyjne dla CEO (wynikające ze struktury wynagrodzenia oraz groźby odwołania ze stanowiska). Badania P. Guesta przeprowadzone na próbie 2746 giełdowych spółek w Wielkiej Brytanii (dane z lat 1981–2002) prowadzą do podobnych konkluzji⁴¹. Wyniki wskazują na istotnie negatywne oddziaływanie dużych rad na rentowność, wskaźnik *q* Tobina i wskaźnik zwrotu z akcji badanych przedsiębiorstw. Ponadto, wynika z nich, że zależność ta jest silniejsza w większych firmach, które mają zwykle tendencję do powoływania większej liczby członków do rady.

Można zauważyć, że powyższe wyniki są zgodne z teorią psychologii organizacyjnej, gdzie uznaje się, że efektywność pracy zespołowej uwarunkowana jest

36 T. Postma, H. van Ees, E. Sterken, *Board Composition and Firm Performance in the Netherlands*, „Eastern Economic Journal” 2001, no. 1/29 (01E01), s. 41–58.

37 Ł. Tyrajski, *Czynniki wpływające na jakość rady nadzorczej i jej wpływ na działalność spółki na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 74, t. 1, s. 675–683.

38 M.H. Jensen, *The Modern...*, s. 44.

39 M. Lipton, J.W. Lorsch, *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, „The Business Lawyer” 1992, vol. 48, no. 1, s. 59–77.

40 D. Yermack, *Higher...*

41 P. Guest, *The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK*, „The European Journal of Finance” 2009, vol. 15, Issue 4, s. 385–404.

m.in. zaangażowaniem jak najmniejszej liczby osób niezbędnych do wykonywania określonych zadań⁴². Tę cechę skutecznego zespołu podkreśla już nawet sama definicja „zespołu”, zaproponowana przez J.R. Katzenbacha i D.K. Smitha, twórców koncepcji „zespołów prawdziwych” odnoszącej się do grup ludzi zaangażowanych w realizację przedsięwzięć osiągających wysoką efektywność⁴³. Za „zespół prawdziwy” uznają oni „małą liczbę osób o uzupełniających się umiejętnościach, które zobowiązały się do dążenia do wspólnego celu”⁴⁴. Wyliczają przy tym cechy determinujące jego efektywność, w tym m.in. niewielki rozmiar, komplementarne umiejętności, wspólny cel ogólny i cele szczegółowe, wspólne podejście do działania oraz współodpowiedzialność.

Pomimo podkreślonej powyżej względnej zgodności wyników analiz dotyczących wielkości rady, w literaturze przedmiotu znaleźć można również takie, które zaprzeczają tym wnioskom. Uzasadnieniem odwrotnej zależności mogą być tzw. połączenia rad dyrektorów (*interlocking directorates*) zdefiniowane przez J. Pfeffera i G.R. Salancika⁴⁵. Oznaczają one sytuację, w której członkowie rad zasiadają w kilku radach jednocześnie, tworząc swoistą korporacyjną sieć powiązań. Powstała sieć umożliwia wymianę zasobów informacji, wiedzy i rozwiązań organizacyjnych, stając się w ten sposób przydatną do radzenia sobie z niepewnością w otoczeniu gospodarczym. Tym samym, im większa liczba osób w radzie, tym szerzej sięgające koneksje umożliwiające lepszą informację i możliwości współpracy. Ponadto, można przyjąć też, że to duże rady charakteryzują się silniejszą pozycją wobec zarządu, lepszymi możliwościami sprawowania kontroli oraz większym zróżnicowaniem składu przekładającym się na różnorodność wiedzy, doświadczenia i kompetencji.

Wśród prac dowodzących dodatniej zależności pomiędzy wielkością rady a wynikami spółek znajdują się badania Y.T. Maka i Y. Li⁴⁶, R.B. Adamsa i H. Mehrana⁴⁷ oraz metaanaliza D.R. Daltona i innych⁴⁸. Wprawdzie w badaniach Y.T. Mak i Y. Li dotyczących spółek singapurskich tylko jedna z metod szacowania parametrów wskazuje na istotność zmiennej związanej z liczebnością rady, jednak badania spółek

42 Patrz np. J.R. Hackman, *The design of work teams*, [w:] J.W. Lorsch (ed.), *Handbook of Organizational Behaviour*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1987, s. 375–342 oraz E. Sundstrom, K.P. De Meuse, D. Futrell, *Work Teams: Applications and Effectiveness*, „American Psychologist” 1990, vol. 45, s. 120–133.

43 J.R. Katzenbach, D.K. Smith, *The Discipline of Teams*, „Harvard Business Review” 1993, vol. 71, s. 111–120.

44 *Ibidem*.

45 J. Pfeffer, G.R. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper and Row, New York 1978.

46 Y.T. Mak, Y. Li, *Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore*, „Journal of Corporate Finance” 2001, vol. 7, s. 236–256.

47 R.B. Adams, H. Mehran, *Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 330, New York 2008.

48 D.R. Dalton, C.M. Daily, A.E. Ellstrand, J.L. Johnson, *Meta-Analytic...*

amerykańskiego sektora bankowego R.B. Adamsa i H. Mehrana jednoznacznie tę zależność potwierdzają. Autorzy podkreślają, że sprzeczność otrzymanych przez nich wyników z większością badań w zakresie problematyki wielkości rady wiązać się może ze specyfiką próby obejmującą branżę finansową, co wydaje się być szczególnie istotne w kontekście tematu niniejszej monografii. Statystycznie istotna pozytywna zależność pomiędzy liczbą członków w radzie a efektywnością firmy wynika także z analizy D.R. Daltona i innych syntetyzującej wyniki 54 badań empirycznych, które weryfikują zależności pomiędzy składem rady a wynikami spółek.

Oprócz opisanych wcześniej badań odnoszących się do składu rad, analizuje się również poziom ich aktywności, mierzony zwykle częstotliwością posiedzeń⁴⁹, rozdział funkcji przewodniczącego rady i dyrektora generalnego⁵⁰ oraz zasady funkcjonowania i stopień niezależności komitetów (głównie komitetu audytu).

Weryfikację istnienia korelacji pomiędzy udziałem niezależnych członków w komitecie audytu a wynikami spółki przeprowadzają np. K.C. Chan i J. Li⁵¹, którzy dowodzą pozytywnego wpływu niezależności komitetu audytu na efektywność. D. Ilona⁵² potwierdza dodatnie oddziaływanie na wskaźnik rentowności aktywów, natomiast R.C. Anderson i inni⁵³ dokumentują jednokierunkowe zmiany stopnia niezależności komitetu i kosztu kapitału obcego.

Badania dotyczące oddziaływania zmiennych związanych z pozostałymi komitetami na wyniki finansowe są rzadziej spotykane. Wynikać to może z faktu, że najczęściej tylko komitet audytu jest organem obligatoryjnym w strukturze rady, a pozostałe komitety powoływane są w mniejszej liczbie spółek. Jednak w odniesieniu do polskiego sektora bankowego zapisy znowelizowanej Dyrektywy Komisji Europejskiej 2010/76/EU⁵⁴ zobowiązują wszystkie banki giełdowe do utworzenia, obok komitetu audytu, również komitetu ds. wynagrodzeń, a od 2015 r. obowiązkowe jest również powołanie komitetu ds. ryzyka⁵⁵.

49 N. Vafeas, *Board Meeting Frequency and Firm Performance*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 53, s. 113–142.

50 C. Daily, D. Dalton, *Separate, But Not Independent: Board Leadership Structure in Large Corporations*, „Corporate Governance – An International Review” 1997, no. 5, s. 126–136.

51 K.C. Chan, J. Li, *Audit Committee and Firm Value: Evidence on Outside Top Executives as Expert Independent Directors*, „Corporate Governance: An International Review” 2008, no. 16(1), s. 16–31.

52 D. Ilona, *Board Quality and Firm Performance*, Master Dissertation, University Utara Malaysia, 2008.

53 R.C. Anderson, S.A. Mansi, D.M. Reeb, *Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debts*, Working Paper, Washington DC 2003.

54 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń.

55 Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, Dz.U. 2015, poz. 1513.

Zasadna w tej sytuacji wydaje się analiza wyników badań wpływu funkcjonowania komitetu ds. wynagrodzeń oraz ryzyka na wyniki badanych podmiotów. Tymczasem w odniesieniu do komitetów ds. wynagrodzeń w literaturze przedmiotu znaleźć można w głównej mierze badania nad wpływem niezależności ich członków na strukturę systemów płacowych⁵⁶ oraz zmienność wynagrodzenia CEO⁵⁷. Nieliczne badania odnoszące się do komitetów ds. ryzyka wskazują, że ich powoływanie negatywnie oddziałuje na wyniki spółek. Wnioski takie przedstawiają np. V. Aebi i inni⁵⁸ oraz A. Zemzem i O. Kacem⁵⁹. Pozwala to sądzić, że silniejszy monitoring ryzyka wiąże się z bardziej zachowawczą strategią i generowaniem niższych dochodów w krótkim okresie.

W odniesieniu do coraz częściej akcentowanego w pracach nurtu ekonomii behawioralnej, zróżnicowana skłonność do ryzyka wynikać może również z płci decydentów. Według teorii psychologii mężczyźni cechują się większą skłonnością do podejmowania działań ryzykownych niż kobiety⁶⁰. Wynikać stąd może ujemna korelacja pomiędzy liczbą kobiet w radzie i wynikami firm udokumentowana w badaniach C.B. Shradera i innych⁶¹, S. Darmadiego⁶² oraz A. Minguez-Vera i A. Martina⁶³. Tym niemniej rolę kobiet w nadzorowaniu spółek postrzega się zwykle pozytywnie, argumentując, że „zrównoważone zespoły pracują znacznie efektywniej, a udział kobiet w biznesie przynosi wymierne korzyści”⁶⁴. Teza powyższa znajduje potwierdzenie w badaniach H. Nguyeny i R. Faffa⁶⁵, V. Singha

56 R.C. Anderson, J.M. Bizjak, *An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay*, „Journal of Banking and Finance” 2003, no. 27, s. 1323–1348.

57 Patrz np. H.A. Newman, H.A. Mozes, *Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?*, „Financial Management” 1999, no. 28, s. 41–53 oraz N. Vafeas, *Further Evidence on Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation*, „Financial Management” 2003, no. 32, s. 53–70.

58 V. Aebi, G. Sabato, M. Schmid, *Risk Management, Corporate Governance, and Bank Performance in the Financial Crisis*, „Journal of Banking and Finance” 2012, vol. 36(12), s. 3213–3226.

59 A. Zemzem, O. Kacem, *Risk Management, Board Characteristics and Performance in the Tunisian Lending Institutions*, „International Journal of Finance & Banking Studies” 2014, vol. 2, no. 1, s. 186–200.

60 Por. G. Hofstede, *Kultury i organizacje*, przeł. M. Durska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 178 oraz J.P. Byrnes, D.C. Miller, W.D. Schafer, *Gender Differences in Risk-taking: A Meta-analysis*, „Psychological Bulletin” 1999, no. 125(3), s. 367–383.

61 C.B. Shrader, V.B. Blackburn, P. Iles, *Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study*, „Journal of Managerial Issue” 1997, vol. 9, no. 3, s. 355–372.

62 S. Darmandi, *Board Diversity and Firm Performance: The Indonesian Evidence*, „Corporate Ownership and Control Journal” 2011, vol. 8, s. 450–466.

63 A. Minguez-Vera, A. Martin, *Gender and Management on Spanish SMEs: An Empirical Analysis*, „International Journal of Human Resources Management” 2011, no. 21(2), s. 371–388.

64 PricewaterhouseCoopers, *Rady Nadzorcze 2015. Trendy i kierunki zmian*, PwC Polska Sp. z o.o., Warszawa 2015.

65 H. Nguyen, R. Faff, *Impact of Board Size and Board Diversity on Firm Value: Australian Evidence*, „Corporate Ownership and Control” 2012, no. 4, s. 24–32.

i innych⁶⁶ oraz K. Campbella i A. Minguez-Very⁶⁷, które udowadniają pozytywny wpływ kobiet w radzie na rentowność aktywów i wartość firmy. Również na gruncie polskich badań zróżnicowanie rady pod względem płci wpływa pozytywnie na wyniki spółek, czego dowodem są wyniki analiz L. Bohdanowicza⁶⁸. Potwierdzają one dodatnią korelację pomiędzy stopniem zróżnicowania rady a wynikami księgowymi (ROA, ROE), nie wykazując jednak związku z zastosowaną miarą rynkowej efektywności (całkowitym zwrotem dla akcjonariuszy, TSR). Opisana niejednoznaczność wyników zauważalna jest również w przekrojowej analizie dokonanej przez C. Post i K. Byron⁶⁹, które zebrały wyniki 140 badań, wnioskując, że udział kobiet w radzie uznać należy za pozytywnie wpływający na wyniki księgowo (ROA, ROE, ROIIV, produktywność pracowników), natomiast w przypadku tzw. *market performance* (wskaźnik q Tobina, wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej, stopa zwrotu dla akcjonariuszy) korelacja w zasadzie nie występuje. C. Post i K. Byron zauważyły dodatkowo, że wspomniane pozytywne oddziaływanie jest istotnie silniejsze w krajach o lepszym prawie chroniącym akcjonariuszy.

Wśród charakterystyk odnoszących się do rady bada się również poziom jej aktywności, zwykle dodatnio skorelowany z wynikami. Tego rodzaju wnioski przedstawiają np. C.G. Ntim i K.A. Osei⁷⁰, B. Francis i inni⁷¹ oraz N. Vafeas⁷², choć ostatnie z wymienionych badań potwierdza jedynie pozytywny wpływ na zysk operacyjny w roku następnym, wskazując jednocześnie na ujemną korelację częstotliwości posiedzeń i wskaźnika q Tobina.

Ostatnia z analizowanych przez autorkę zmiennych dotycząca funkcjonowania rady – dualizm funkcji przewodniczącego rady i prezesa – również wykazuje niejednoznaczne oddziaływanie na wyniki. Praktyka łączenia tych dwóch funkcji była stosunkowo powszechna w Stanach Zjednoczonych, problem ten natomiast nie dotyczy Polski, gdzie porządek legislacyjny uniemożliwia zasiadanie członka zarządu w radzie nadzorczej. Tym niemniej, warto wspomnieć, że również w zakresie tej problematyki badania wykazują rozbieżność rezultatów (por. tabela 10).

66 V. Singh, S. Vinnicombe, P. Johnson, *Women Directors on top UK Boards*, „Corporate Governance” 2001, no. 9, s. 206–216.

67 K. Campbell, A. Minguez-Vera, *Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance*, „Journal of Business Ethics” 2008, no. 83, s. 435–451.

68 L. Bohdanowicz, *Zróżnicowanie organów statutowych pod względem płci a wyniki finansowe polskich spółek publicznych*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici” 2011, z. 403, s. 105–117.

69 C. Post, K. Byron, *Women on Boards and Firm Financial Performance: A Meta-analysis*, „Academy of Management Journal” 2014, no. 5, s. 1546–1571.

70 C.G. Ntim, K.A. Osei, *The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa*, „African Review of Economics and Finance” 2011, vol. 2, no. 2, s. 83–103.

71 B. Francis, I. Hasan, Q. Wu, *Do Corporate Boards Affect Firm Performance? New Evidence from the Financial Crisis*, Bank of Finland Research Discussion Papers, no. 11, Helsinki 2012.

72 N. Vafeas, *Board...*

Tabela 10. Wybrane charakterystyki rad i ich oddziaływanie na wyniki spółki

Badana zmienna	Oddziaływanie na wynik	Autorzy badań
1	2	3
Niezależność członków rady	Pozytywne	Baysinger, Butler (1985) Schellenger, Wood, Tashakori (1989) Pearce, Zahra (1992) Dahya, Dimitrov, McConnell (1999) Krivogorsky (2006)
	Negatywne	Zahra, Stanton (1988) Agrawal, Knoeber (1996) Yermack (1996) Bhagat, Black (2000) Postma, van Ees, Sterken (2001)
	Brak korelacji	Rechner, Dalton (1986) Chaganti, Manajan, Sharma (1985) Dalton, Daily, Ellstrand, Johnson (1998) Duchin, Matsusaka, Ozbas (2010) Tyrajski (2015)
	Kierunek zależy od wielkości frakcji członków niezależnych już obecnych w radzie i obecności inwestorów instytucjonalnych	Block (1999)
Liczba członków w radzie	Negatywne	Yermack (1996) Guest (2009)
	Pozytywne	Dalton, Daily, Ellstrand, Johnson (1998) Mak, Li (2001) Adams, Mehran (2008)
Aktywność rady (częstotliwość posiedzeń)	Pozytywne	Ntim, Osei (2011) Francis, Hasan, Wu (2012)
	Negatywny wpływ na wskaźnik q Tobina, pozytywny na zysk operacyjny w następnym roku	Vafeas (1999)
Rozdział funkcji przewodniczącego rady i prezesa	Pozytywne	Pi, Timme (1993) Dahya, Travlos (2000)
	Negatywne	Brickley, Coles, Jarrell (1997) Yang, Zhao (2014)
	Brak korelacji	Baliga, Moyer, Rao (1996) Daily, Dalton (1997)

Tabela 10 (cd.)

1	2	3
Udział niezależnych członków w Komitecie Audytu	Pozytywne	Chan, Li (2008) Ilona (2008)
Powołanie komitetu ds. ryzyka	Negatywne	Aebi, Sabato, Schmid (2011) Zemzem, Kacem (2014)
Udział kobiet w radzie	Negatywne	Shrader, Blackburn, Iles (1997) Darmadi (2011) Minguez-Vera, Martin (2011)
	Pozytywne	Singh, Vinnicombe, Johnson (2001) Campbell, Minguez-Vera (2008) Nguyen, Faff (2012)
	Zależy od metodologii oceny wyników spółki	Bohdanowicz (2011) Post, Byron (2014)

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 10 zebrano standardy nadzorcze związane z charakterystyką rad spółek, których oddziaływanie na wyniki poddawane jest analizom w literaturze przedmiotu. Na ich podstawie nie można jednoznacznie rozstrzygnąć prawdopodobnego wpływu wielkości rady, frakcji członków niezależnych oraz kobiet, a także pełnienia przez CEO funkcji przewodniczącego rady. Natomiast stopień niezależności komitetu audytu oraz poziom aktywności rady co do zasady dodatkowo wpływają na *performance*. Nie ma także sprzeczności w wynikach dotyczących negatywnego oddziaływania na wynik powołania komitetu ds. ryzyka, choć w tym przypadku oddziaływanie na wynik jest negatywne.

3.2.2.2. Koncentracja kapitału i rodzaj inwestora

Znacząca liczba opracowań z dziedziny nadzoru koncentruje się wokół tematyki związanej ze strukturą własności przedsiębiorstw. Podobnie jednak jak w przypadku badań dotyczących rad spółek także wpływ struktury akcjonariatu na wyniki nie jest jednoznaczny. Wyniki analiz wskazują, że wzrost koncentracji własności może wpływać pozytywnie, neutralnie lub negatywnie na wskaźniki efektywności. Ponadto, analizie poddawane są związki pomiędzy udziałem menedżerów we własności lub szerzej – tzw. *insider ownership*⁷³, a także wpływ własności instytucjonalnej oraz inwestorów zagranicznych na wyniki spółek.

⁷³ Sytuacja, w której akcje znajdują w posiadaniu menedżerów wyższego szczebla lub podmiotu/osoby dysponującej powyżej 10% ogółu głosów na WZA.

Kwestię koncentracji akcjonariatu poruszają w swoich pracach m.in. H. Demsetz i K. Lehn⁷⁴ oraz H. Demsetz i B. Villalonga⁷⁵, nie znajdując potwierdzenia oddziaływania struktury właścicielskiej na wyniki spółek amerykańskich. Jednak ten sam problem analizowany w warunkach tzw. gospodarek wschodzących (polskiej i węgierskiej) pozwala sformułować założenie o pozytywnym wpływie stopnia skoncentrowania udziałów na wyniki. Dowodzą powyższego badania I. Grosfelda⁷⁶, Ł. Tyrajskiego⁷⁷ oraz J. Earle⁷⁸ i innych⁷⁸. Jednocześnie warto zauważyć, że metaanaliza K. Wanga i G. Shailera uwzględniająca 42 prace dotyczące rynków wschodzących wskazuje, że koncentracja własności ma negatywny wpływ na *performance* badanych podmiotów⁷⁹.

Szeroki zakres badań nad strukturą akcjonariatu odnosi się do kwestii udziału menedżerów we własności lub w szerszym kontekście – posiadania akcji przez tzw. *insiders*. Analizy te są szczególnie istotne z punktu widzenia rozważań nad konfliktem agencyjnym, którego siła może być osłabiona poprzez przekazanie określonego zakresu praw własności w ręce kadry zarządzającej. Charakterystyczna dla tego rodzaju badań jest występująca często nieliniowość otrzymywanych zależności. R. Morck i inni⁸⁰ dowiedli występowania pozytywnej korelacji pomiędzy własnością menedżerską a wynikami przedsiębiorstw w zakresach: do 5% oraz powyżej 25% udziału we własności oraz ujemnej – w przedziale pomiędzy 5 a 25%. Dla wyjaśnienia tej relacji powołują się na teorię okopania się zarządu (*management entrenchment theory*), zgodnie z którą brak działań prowadzących do poprawy wyników jest strategią zarządu mającą na celu obronę przed przejęciem spółki⁸¹. Badania J. McConnella i H. Servaes⁸² wskazują na inną wartość krytyczną udziału menedżerów we własności – do poziomu 37,6% wzrost własności jest dodatnio

74 H. Demsetz, K. Lehn, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, „Journal of Political Economy” 1985, vol. 93, no. 6, s. 1155–1177.

75 H. Demsetz, B. Villalonga, *Ownership Structure and Corporate Performance*, „Journal of Corporate Finance” 2001, no. 7, s. 209–233.

76 I. Grosfeld, *Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market*, William Davidson Institute Working Paper, no. 834, Ann Arbor (USA) 2006.

77 Ł. Tyrajski, *Wpływ struktury właścicielskiej na efektywność działalności spółek notowanych na New Connect*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2013, nr 59, s. 311–320.

78 J. Earle, C. Kucsera, A. Telegdy, *Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: Do Too Many Cooks Spoil the Goulash?*, „Corporate Governance” 2005, no. 13(2), s. 254–264.

79 K. Wang, G. Shailer, *Ownership Concentration and Firm Performance in Emerging Markets: A Meta-analysis*, „Journal of Economic Surveys” 2015, vol. 29, Issue 2, s. 200–207.

80 R. Morck, A. Schleifer, R. Vishny, *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics” 1998, no. 20, s. 293–315.

81 Por. S.B. Smart, W.L. Megginson, B.M. Lucey, *Introduction to Corporate Finance*, Cengage Learning EMEA, London 2008, s. 580.

82 J. McConnell, H. Servaes, *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, „Journal of Financial Economics” 1990, vol. 27, s. 595–612.

skorelowany z wynikami, powyżej tej wartości oddziałuje natomiast negatywnie. Bardziej zróżnicowany wynik otrzymali B. Hermalin i M. Weisbach⁸³, których model pozwala wnioskować o dodatniej zależności w przedziałach 0–1% i 5–20% oraz ujemnej dla udziału pomiędzy 1–5% i powyżej 20%.

Z punktu widzenia badań nad polską gospodarką za istotne uznać należy prace M. Aluchny⁸⁴ oraz L. Bohdanowicza i innych⁸⁵. Wyniki M. Aluchny nie potwierdzają zależności pomiędzy większym udziałem menedżerów we własności a efektywnością przedsiębiorstwa. Pozwalają jednak zaobserwować pozytywne efekty, gdy w spółce jest mniej niż trzech oraz więcej niż sześciu udziałowców (mierzone ROA) oraz gdy koncentracja własności u akcjonariusza dominującego nie przekracza 65% (mierzone ROS). Wartość ROS spada, gdy dominujący akcjonariusz posiada mniej niż 25% oraz więcej niż 65% akcji. L. Bohdanowicz i inni posługują się odmiennymi miernikami efektywności, uzyskują również inne niż M. Aluchna rezultaty – jednoznacznie pozytywny wpływ udziału własności menedżerskiej na stopę wzrostu aktywów i wskaźnik przychodów ze sprzedaży (najsilniejszy w przedziale 33–66%) oraz dodatnią korelację pomiędzy stopniem koncentracji własności a wskaźnikiem ROE.

Rosnąca akumulacja zasobów kapitałowych w ramach funduszy inwestycyjnych i emerytalnych spowodowała wzrost zainteresowania rolą inwestorów instytucjonalnych w strukturach akcjonariatu spółek. Zarówno siła ich oddziaływania, jak i kierunek są jednak dyskusyjne. Część autorów podkreśla możliwość ich pozytywnego wpływania na efektywność z racji posiadanych korzyści skali⁸⁶, zasobów oraz wiedzy⁸⁷, a także motywacji do aktywnego monitoringu spowodowanej utrudnioną sprzedażą dużych pakietów udziałowych⁸⁸. Należy jednak zauważyć, że podobnie jak w przypadku działań rad spółek, także inwestorom instytucjonalnym zarzuca się pasywność w zakresie sprawowania kontroli. Jak stwierdzają S.M. Davis i inni,

zdrowy system finansowy wymaga nadzoru czujnych uczestników rynku... kiedy fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, fundusze ubezpieczeniowe i inni główni inwestorzy są cicho, brak jest takiej czujności... owa bierność generuje zaś nadużycia⁸⁹.

83 B. Hermalin, M. Weisbach, *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, „Financial Management” 1991, no. 20, s. 101–112.

84 M. Aluchna, *Mechanizmy...*

85 L. Bohdanowicz, J. Jeżak, Z. Matyjas, *Ownership Structures of Polish Public Companies and Their Financial Performance*, [w:] M. Urbaniak (ed.), *The Role of Management Sciences in the Knowledge-based Economy*, Łódź University Press, Łódź 2010.

86 M. Faccio, M.A. Lasfer, *Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes*, „Journal of Corporate Finance” 2000, vol. 6, s. 71–110.

87 R.A.G. Monks, N. Minow, *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*, Blackwell, Cambridge 1996.

88 E. Maug, *Boards of Directors and Capital Structure: Alternative Forms of Corporate Restructuring*, „Journal of Corporate Finance” 1997, vol. 3, s. 113–139.

89 S.M. Davis, J. Lukomnik, D. Pitt-Watson, *Active Shareowner Stewardship: A New Paradigm for Capitalism*, „Rotman International Journal of Pension Management” 2009, vol. 2, no. 2, s. 11.

Za wspomnianą formę nadużycia uznać można na przykład krótkoterminowe zainteresowanie firmą i wywoływanie presji na menedżerów do podejmowania działań podnoszących cenę akcji w krótkim okresie kosztem zrównoważonego rozwoju, racjonalnego zarządzania ryzykiem etc. M. Faccio i M.A. Lasfer⁹⁰ zauważają także, że w przypadku niezadowolających wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo, w miejsce aktywnego zarządzania i monitoringu, fundusze wybierają często tańszą i mniej pracochłonną alternatywę, jaką jest sprzedaż udziałów.

Przegląd wyników badań dotyczących oddziaływania inwestorów instytucjonalnych nie rozstrzyga o ich wpływie na efektywność. Z jednej strony część badań potwierdza pozytywne oddziaływanie na wyniki – należy tu wymienić prace, których autorami są J. McConnell i H. Servaes⁹¹, S.L. Nesbitt⁹², T. Opler i J. Sokobin⁹³ oraz M.M. Cornett i inni⁹⁴. Z drugiej strony jednak, wiele opracowań nie wykazuje takiej relacji – przykładem mogą być analizy, które przeprowadzili B.S. Black⁹⁵, R. Duggal i J.A. Millar⁹⁶ oraz M. Faccio i M.A. Lasfer⁹⁷. W nurcie rozważań nad inwestorami instytucjonalnymi pozostają również badania M. Aluchny odnoszące się do wpływu banków i innych instytucji finansowych występujących w roli inwestorów⁹⁸. Dowodzą one zależności krzywoliniowej między wynikami firmy a obecnością banków w strukturze własności (zależność przyjmuje postać równania trzeciego stopnia), przy czym istotne pogorszenie efektywności obserwuje się przy udziale banków we własności wynoszącym powyżej 20%. M. Aluchna argumentuje jednak, że takie wyniki nie muszą oznaczać, że banki są nieefektywnymi właścicielami – mogą one przejmować firmy znajdujące się w złej kondycji (za niespłacone kredyty). Ponadto, opis zależności pomiędzy wskaźnikiem ROE oraz średnim łącznym udziałem instytucji finansowych (banków, firm ubezpieczeniowych, otwartych funduszy emerytalnych i pozostałych) przy użyciu funkcji kwadratowej, pozwala na stwierdzenie pozytywnego wpływu udziału instytucji finansowych na ROE do poziomu 35%. Powyżej tego poziomu rentowność kapitału

90 M. Faccio, M.A. Lasfer, *Do...*

91 J. McConnell, H. Servaes, *Additional...*

92 S.L. Nesbitt, *Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the 'CalPERS Effect*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, no. 6, s. 75–80.

93 T. Opler, J. Sokobin, *Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors*, Working paper, Ohio State University, Fisher College of Business, Columbus 1997.

94 M.M. Cornett, A.J. Marcus, A. Saunders, H. Tehranian, *The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance*, „Journal of Banking & Finance” 2007, no. 31, s. 1771–1794.

95 B.S. Black, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, [w:] P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, Palgrave Macmillan UK, London 1998, s. 459–465.

96 R. Duggal, J.A. Millar, *Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns*, „Journal of Corporate Finance” 1999, no. 5, s. 103–117.

97 M. Faccio, M.A. Lasfer, *Do...*

98 M. Aluchna, *Mechanizmy...*

staje się niższa. Pozytywną relację pomiędzy udziałem Skarbu Państwa a całkowitą stopą zwrotu dla akcjonariuszy stwierdzają dodatkowo badania L. Bohdanowicza i innych⁹⁹.

W obszarze analiz różnych kategorii inwestorów wyłania się także jeszcze jedno istotne zagadnienie – udział inwestorów zagranicznych. J.D. Brown i inni dowodzą, że w prywatyzowanych spółkach rumuńskich, węgierskich i ukraińskich wzrost całkowitej produktywności czynników produkcji¹⁰⁰ jest znacząco wyższy w przypadku inwestora zagranicznego¹⁰¹. Podobne wnioski wynikają z badań L. Bohdanowicza i innych¹⁰², L. Oxelheima i T. Randøya¹⁰³ oraz S. Lee'a¹⁰⁴. Jednak opracowania na podstawie danych z rynku czeskiego ponownie nie pozwalają wysnuć jednoznacznych konkluzji. E. Kocenda i J. Svejnar ukazują pozytywny wpływ udziału inwestora zagranicznego na wskaźnik ROA¹⁰⁵, ale S. Juranda i J. Stancik podkreślają, że pozytywny wpływ jest statystycznie istotny jedynie w odniesieniu do firm z branży produkcyjnej sprzedających na rynku krajowym; w przypadku firm usługowych oraz produkujących na rynki międzynarodowe związek ten nie występuje¹⁰⁶. Podobnie analiza danych z giełdy rumuńskiej nie wskazuje na istotność korelacji pomiędzy obecnością inwestora zagranicznego a wynikami spółek mierzonymi wskaźnikami ROA, ROE i ROS¹⁰⁷.

W tabeli 11 zestawiono przedstawione powyżej wyniki badań nad wpływem struktury właścicielskiej na wyniki spółek. Potwierdzają one m.in., że skoncentrowana własność nie zawsze wiąże się ze zwiększeniem efektywności działania podmiotu. Istotnym czynnikiem wpływającym na kierunek oddziaływania okazuje się być typ inwestora, w którego posiadaniu znajduje się określony pakiet akcji spółki, dlatego badania nad strukturą własności łączą zwykle w sobie te dwa zagadnienia.

99 L. Bohdanowicz, J. Jeżak, Z. Matyjas, *Ownership...*

100 Całkowita produktywność czynników produkcji (ang. *multi-factor productivity*, MFP) – wskaźnik efektywności obrazujący wielkość produkcji na uogólnioną jednostkę nakładu (zwykle pracy i kapitału).

101 J.D. Brown, J.S. Earle, A. Telegdy, *The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine*, „Journal of Political Economy” 2006, no. 114(1), s. 61–99.

102 L. Bohdanowicz, J. Jeżak, Z. Matyjas, *Ownership...*

103 L. Oxelheim, T. Randøy, *The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value*, „Journal of Banking and Finance” 2003, no. 27, s. 2369–2392.

104 S. Lee, *Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea*, University of Utah, Department of Economics Working Paper Series, Salt Lake City 2008.

105 E. Kocenda, J. Svejnar, *Ownership and Firm Performance after Large-Scale Privatization*, William Davidson Institute Working Paper, no. 471a, Ann Arbor (USA) 2003.

106 S. Jurajda, J. Stancik, *Foreign Ownership and Corporate Performance: The Czech Republic at EU Entry*, Working Paper Series 389, Prague 2009.

107 I.O. Mihai, C. Mihai, *The Impact of Foreign Ownership on the Performance of Romanian Listed Manufacturing Companies*, „The International Journal of Management Science and Information Technology” 2012, vol. II, s. 106–122.

Tabela 11. Wybrane badania dotyczące relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw

Charakterystyka struktury własności	Zależność	Autorzy badań
Koncentracja własności	Negatywna	Wang, Shailer (2015)
	Pozytywna	Earle, Kucsera, Telegdy (2005) Grosfeld (2006) Bohdanowicz, Jeżak, Matyjas (2010) Tyrajski (2013)
	Nieliniowa	Aluchna (2007)
	Brak	Demsetz, Lehn (1985) Demsetz, Villalonga (2001)
Udział menedżerów we własności	Pozytywna	Bohdanowicz, Jeżak, Matyjas (2010)
	Nieliniowa	McConnell, Servaes (1990) Hermalin, Weisbach (1991) Mork, Schleifer, Vishny (1998)
	Brak	Aluchna (2007)
Udział inwestora instytucjonalnego	Pozytywna	McConnell, Servaes (1990) Nesbit (1994) Opler, Sokobin (1997) Cornett, Marcus, Saunders, Tehranian (2007) Bohdanowicz, Jeżak, Matyjas (2010) – Skarb Państwa
	Nieliniowa	Aluchna (2007) – instytucje finansowe
	Brak	Black (1998) Duggal, Millar (1999) Faccio, Lasfer (2000)
Udział inwestora zagranicznego	Pozytywna	Kocenda, Svejnar (2003) Oxelheim, Randøy (2003) Brown, Earle, Telegdy (2006) Lee (2008) Bohdanowicz, Jeżak, Matyjas (2010)
	Brak	Jurajda, Stancik (2009) Mihai, Mihai (2012)

Źródło: opracowanie własne.

Wyjaśnienia powyższych zależności poszukuje się zwykle na gruncie teorii agencji. Stosunkowo powszechne założenie o niższych kosztach agencji i mniejszej asymetrii informacji w przypadku skoncentrowanej własności nie znajduje jednak jednoznacz-

nego potwierdzenia w analizach empirycznych. Stąd coraz częściej podkreśla się negatywne efekty koncentracji udziałów, takie jak tunelowanie zysków lub próbę realizacji przez udziałowca większościowego własnych interesów różnych od interesów spółki.

Wyniki badań pozwalają również zauważyć, że próba zmniejszenia stopnia rozdziału własności i kontroli poprzez przekazanie części akcji w ręce menedżerów nie przynosi jednoznacznie pozytywnego efektu (zwykle wykazuje się nielinowość tej zależności). Fakt ten próbuje się interpretować na przykład na podstawie wspomnianej teorii *management entrenchment theory*. Również zaangażowania inwestorów instytucjonalnych lub podmiotów zagranicznych nie można ocenić jako jednoznacznie pozytywnego, co wiązać się może na przykład z ich niską aktywnością wynikającą z barier w uzyskiwaniu i przetwarzaniu danych o spółce lub, w przypadku inwestorów zagranicznych, skoncentrowaniu działań na rzecz poprawienia efektywności spółki macierzystej za granicą.

3.2.2.3. Rynek kontroli nad korporacjami

Struktura własności spółki pozwala na wyróżnienie dwóch systemów kontroli – otwartego i zamkniętego¹⁰⁸. W systemie otwartym najważniejszym mechanizmem nadzoru korporacyjnego jest rynek kontroli nad korporacjami, który działa poprzez transakcje fuzji i przejęć¹⁰⁹. Uważa się zwykle, że aktywny rynek kontroli nad korporacjami stanowi mechanizm dyscyplinujący menedżerów do efektywnego zarządzania spółką. Szczególną rolę w tym zakresie przypisuje się tzw. wrogim przejęciom występującym w głównej mierze na rynku amerykańskim i brytyjskim.

Biorąc pod uwagę zakres przeprowadzonych w pracy badań, należy zauważyć dużą dynamikę w obszarze zmian właścicielskich w polskim sektorze bankowym. Są to jednak, jak zaznaczono w podrozdz. 1.2.2.6, fuzje i przejęcia przyjazne, a zatem ich charakter dyscyplinujący jest znacząco osłabiony. Mimo to istotne pozostaje zagadnienie wpływu przeprowadzenia fuzji lub przejęcia na wyniki podmiotów uczestniczących w tego rodzaju transakcjach.

Obok podkreślanego często w literaturze efektu synergii, także w zakresie spodziewanych efektów finansowych, okazuje się, że motywem przeprowadzania fuzji i przejęć są często czynniki pozafinansowe, a w wielu przypadkach premia płacona za przejęcie jest tak wysoka, że korzyści uzyskać mogą nie tyle akcjonariusze firmy przejmującej, ile właściciele firmy przejętej¹¹⁰.

Badania nad skutkami fuzji i przejęć podzielić można na dwie kategorie. W ramach pierwszej analizowane są ceny akcji spółek uczestniczących w opera-

108 Szerzej na ten temat: podrozdz. 1.2.2.1.

109 P. Urbanek, *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe nr 9, Kraków 2011, s. 217.

110 E. Maćkowiak, *Fuzje i przejęcia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2012, nr 737, s. 119.

cji w okresie przed i po przeprowadzeniu fuzji lub przejęcia. Tego rodzaju badania potwierdzają przytoczoną powyżej tezę o korzyściach dla akcjonariuszy firmy przejmowanej – wzrost stopy zwrotu na skutek sprzedaży akcji w odpowiedzi na wezwanie na akcje odnotowują w swoich pracach m.in. J. Franksa i C. Mayera¹¹¹ oraz C. Higsona i J. Elliota¹¹². Natomiast badania M. Bradleya i innych¹¹³ oraz J. Franksa i R. Harrisa¹¹⁴ dowodzą, że stopa zwrotu za akcje dla właścicieli firm przejmujących w zasadzie nie ulega zmianie.

Drugi rodzaj analiz obejmuje badania wpływu zmian właścicielskich na wyniki firmy z nowym właścicielem lub nowo powstałego w wyniku transakcji podmiotu. Tu badania wskazują zwykle pozytywne oddziaływanie operacji fuzji lub przejęcia. Przykładem mogą być prace K.G. Palepu¹¹⁵, który analizował skutki transakcji lewarowanego wykupu oraz P.M. Healy'ego i innych¹¹⁶. W pierwszym przytoczonym opracowaniu odnotowano wzrost zysków operacyjnych, w drugim – wzrost rentowności aktywów. Ważnym z punktu widzenia analiz rynku polskiego są badania J. Koke, jako że dotyczą skutków „przyjaznych” przejęć i fuzji¹¹⁷. Wyniki tych badań pokazują wzrost wszystkich wskaźników związanych z wynikami (wydajność, ROA, ROE, ROS, wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej, stopa zwrotu z akcji) w odniesieniu do okresu poprzedzającego zmianę właściciela. J. Koke porównał dodatkowo zmianę wymienionych wskaźników z ich dynamiką w podmiotach, które nie były uczestnikami fuzji lub przejęć. Na podstawie tego rodzaju analizy stwierdził, że wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej był relatywnie niższy w przekształconych firmach (w porównaniu z firmami bez przekształceń własnościowych) w kolejnych trzech latach po transakcji, ROS był niższy w drugim roku, a stopa zwrotu z akcji w drugim i trzecim roku po zmianie właściciela. Pozostałe mierniki tzw. *performance* były wyższe niż w przedsiębiorstwach, w których nie doszło do przekształceń własnościowych.

Aktywny rynek kontroli nad korporacjami rodzi różnorakie konsekwencje dla funkcjonowania spółek. Jeśli wziąć pod uwagę, że celem spółek przejmujących są

111 J. Franks, C. Mayer, *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, „Journal of Financial Economics” 1996, no. 40, s. 163–181.

112 C. Higson, J. Elliott, *Post-Takeover Returns: The UK Evidence*, „Journal of Empirical Finance” 1998, no. 5, s. 27–46.

113 M. Bradley, G. Jarrell, E.H. Kim, *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*, „Journal of Finance” 1984, no. 39, s. 857–878.

114 J. Franks, R. Harris, *Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955–85*, „Journal of Financial Economics” 1989, no. 23, s. 225–249.

115 K.G. Palepu, *Consequences of Leveraged Buyouts*, „Journal of Financial Economics” 1990, no. 27, s. 247–262.

116 P.M. Healy, K.G. Palepu, R.S. Ruback, *Does Corporate Performance Improve after Mergers?*, „Journal of Financial Economics” 1992, no. 31, s. 135–175.

117 J. Koke, *The Market for Corporate Control in Germany: Causes and Consequences of Changes in Ultimate Share Ownership*, Working Papers, Centre for European Economic Research, Mannheim/Germany 2004.

zwykle te, których cena akcji jest niedoszacowana lub niższa od tej, która mogłaby wystąpić, gdyby spółka była lepiej zarządzana (a zatem są to podmioty o niskiej wartości współczynnika q Tobina), to można uznać, że prawdopodobieństwo przejęcia firmy jest odwrotnie proporcjonalne do współczynnika q Tobina. Menedżerowie, chcąc uniknąć przejęcia, powinni zatem dążyć do maksymalizowania wartości rynkowej firmy. Wynika stąd wniosek, że sprawny rynek fuzji i przejęć powinien być dodatnio skorelowany z rynkową wyceną spółek.

3.2.2.4. Rotacja na stanowiskach kierowniczych

Oprócz fuzji i przejęć, dyscyplinowanie zarządu odbywa się również poprzez odwoływanie kierownictwa nieefektywnie zarządzanych spółek. Badania nad skutecznością tego rodzaju zjawiska obejmują zazwyczaj analizę związku pomiędzy wynikami spółki a zmianą na stanowisku prezesa/dyrektora generalnego. W niektórych przypadkach siła tej korelacji zestawiana jest dodatkowo z różnymi charakterystykami nadzoru (niezależność członków rady, liczebność rady, struktura właścicielska i inne) celem weryfikacji założeń o ich oddziaływaniu na jakość procesów nadzorczych.

W większości prac podejmujących problem rotacji na stanowiskach kierowniczych wyniki przedsiębiorstw są elementem zbioru zmiennych objaśniających. Można się jednak spodziewać, że w sytuacji, kiedy wpływ negatywnych wyników na decyzję o odwołaniu zostaje potwierdzony, to w dalszej kolejności powinna nastąpić w spółce wymiana na bardziej efektywne kierownictwo i poprawa wskaźników *performance*. Pamiętać należy, że wnioskowanie takie jest uzasadnione jedynie w sytuacji, gdy faktycznym powodem odwołania jest słaba ocena w odniesieniu do wyników ekonomicznych (z uwzględnieniem sytuacji w branży i warunków koniunktury) lub oczekiwań członków rady spółki co do wyników.

Liczba badań wskazujących na odwrotną zależność pomiędzy wynikami firmy a prawdopodobieństwem odwołania dyrektora generalnego jest stosunkowo pokaźna. Wśród przykładów wymienić można prace, których autorami są: A.T. Coughlan i R.M. Schmidt¹¹⁸, M.S. Weisbach¹¹⁹, J.B. Warner i inni¹²⁰, M. Jensen i K. Murphy¹²¹, R. Neumann i T. Voetmann¹²² oraz M.S. Gibson¹²³. Badania M.S. Weisbacha, przeprowadzone na próbie firm z USA, udowadniają dodatkowo,

118 A.T. Coughlan, R.M. Schmidt, *Executive...*

119 M.S. Weisbach, *Outside Directors and CEO Turnover*, „Journal of Financial Economics” 1988, no. 20, s. 431–460.

120 J.B. Warner, R.L. Watts, K.H. Wruck, *Stock Prices and Top Management Changes*, „Journal of Financial Economics” 1988, no. 20, s. 461–492.

121 M.C. Jensen, K. Murphy, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, „Journal of Political Economy” 1990, no. 98, s. 225–264.

122 R. Neumann, T. Voetmann, *CEO Turnovers and Corporate Governance: Evidence from the Copenhagen Stock Exchange*, Working Paper, Copenhagen Business School, Copenhagen 1999.

123 M.S. Gibson, *Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?*, Finance and Economics Discussion Series 1999–63, Federal Reserve Board, Washington 1999.

że wpływ złych wyników na prawdopodobieństwo odwołania CEO jest silniejszy w spółkach o większym udziale dyrektorów niezależnych w radzie. Okazuje się jednak, że podobne analizy spółek brytyjskich nie dają już jednoznacznych rezultatów. J. Dahya i inni dowiedli na przykład istotnej dyscyplinującej roli dyrektorów zewnętrznych¹²⁴, podczas gdy badania J. Franksa i innych nie wykazały istnienia takiego mechanizmu¹²⁵. W odniesieniu do wielkości rady natomiast wyniki są spójne – potwierdzają tezę, że mniej liczne rady działają skuteczniej w kwestii odwoływania dyrektora generalnego¹²⁶.

Badania przedsiębiorstw funkcjonujących na polskim rynku zasadniczo potwierdzają istnienie powyższych zależności. Analiza danych z lat 2006–2009 dotycząca 350 spółek notowanych na GPW, dokonana przez P. Urbanka, pozwala zauważyć istotny wpływ zmian przychodów ze sprzedaży na prawdopodobieństwo zmiany prezesa zarządu¹²⁷. Symptomatyczny jest fakt, że na rynku polskim nie zachodzi korelacja pomiędzy stopą zwrotu z akcji a rotacją kierownictwa, co prawdopodobnie związane jest z relatywnie wysoką koncentracją kapitału. Dominujący akcjonariusz zwykle nie traktuje priorytetowo maksymalizacji stopy zwrotu, nie jest to więc również nadrzędne kryterium oceny działań kierownictwa. Z badań P. Urbanka wynika jeszcze jeden istotny wniosek – pogorszenie wskaźników związanych z wynikami w 2008 r. nie zmieniło intensywności fluktuacji na stanowiskach prezesa. Pozwala to domniemywać, iż rady nadzorcze biorą pod uwagę uwarunkowania zewnętrzne i różnicują pogorszenie wyników na skutek czynników egzogenicznych oraz błędnych decyzji kierownictwa.

Modele, w których zmiana na stanowisku CEO jest zmienną objaśniającą, a zmienną objaśnianą jest wartość firmy, występują w nielicznych opracowaniach. Wynika z nich natomiast, że reakcja rynku na odejście dyrektora generalnego uzależniona jest od tego, czy była to rezygnacja wymuszona (ta większa wartość firmy), czy dobrowolna (zmniejsza wartość)¹²⁸. Istotne jest również to, czy nowo powołany dyrektor rekrutowany został spoza firmy – wówczas wynik spółki ulega istotnej poprawie, czy pochodzi z rekrutacji wewnętrznej – powołanie tzw. *insidera* na to stanowisko nie wpływa na wycenę spółki lub wiąże się z jej pogorszeniem¹²⁹. Inne wskaźniki, niezwiązane z reakcją rynkową (np. wynik finansowy, ROA itd.), jak wcześniej zauważono, powinny ulec poprawie, jeśli przyczyną odwołania kierownictwa było nieefektywne zarządzanie.

124 J. Dahya, J. McConnell, N. Travlos, *The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover*, „The Journal of Finance” 2002, no. 57(1), s. 461–483.

125 J. Franks, J. Mayer, L. Renneboog, *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?*, „Journal of Financial Intermediation” 2001, no. 10(3–4), s. 209–248.

126 Patrz: D. Yermack, *Higher...* oraz: J. Dahya i in., *The Cadbury...*

127 P. Urbanek, *Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 1–2, s. 19–34.

128 R. Neumann, T. Voetmann, *CEO Turnovers...*

129 T. Dimopoulos, H. Wagner, *Cause and Effect in CEO Changes*, Working Paper, April 2010.

3.2.2.5. Wynagrodzenia menedżerów

Opisane powyżej zjawiska – przejście spółki oraz odwołanie prezesa/dyrektora generalnego – uznać można za rodzaj negatywnych bodźców motywujących kadrę kierowniczą. Nieefektywne zarządzanie wiąże się w takich przypadkach z niekorzystnymi dla menedżerów konsekwencjami. Przeciwnością tego typu mechanizmów jest system wynagradzania kierownictwa, który zasadniczo zachęcać ma kadrę do intensywnej i bardziej wydajnej pracy maksymalizującej wartość przedsiębiorstwa¹³⁰. A. Samborski podkreśla dodatkowo, że plany wynagrodzeń muszą także przyciągać właściwych ludzi (tzn. o stosownych umiejętnościach i doświadczeniu) i kształtować się na poziomie pozwalającym zatrzymać tych, którzy zostali zatrudnieni i spełniają określone wymagania¹³¹. Należy jednak zauważyć, że nie wszystkie elementy wynagrodzenia spełniają funkcję motywacyjną. M.C. Jensen i K.J. Murphy, na podstawie danych przekrojowych z 80 amerykańskich spółek obejmujących okres 50 lat (do roku 1988), dowiedli braku korelacji pomiędzy wysokością całkowitego wynagrodzenia dyrektorów generalnych a wartością przedsiębiorstwa¹³². Tymczasem przeprowadzone dekadę później badania B.J. Liebmana i J.B. Halla dały odmienne wyniki – okazało się, że zmiana zakresu danych na lata 1980–1994 pozwoliła wykazać silną wrażliwość poziomu wynagrodzeń kierownictwa na wyniki spółki – w porównaniu z wysokością wynagrodzeń w latach 80., siła tej korelacji w latach 90. wzrosła niemal dziesięciokrotnie¹³³. B.J. Liebman i J.B. Hall podkreślają, że na przestrzeni lat 1984 i 1994 mediana wynagrodzeń dyrektora generalnego (pensja, bonusy i opcje) wzrosła o 136%, a średnia o 209%, z czego największy wzrost odnotowano w części zmiennej, na którą składały się głównie opcje na akcje. To właśnie zainicjowany w tamtym okresie trend wynagradzania kadry menedżerskiej w instrumentach udziałowych spowodował, że relacja wysokość pensji – wartość firmy stała się statystycznie istotna (np. mediana elastyczności wynagrodzenia w odniesieniu do wartości rynkowej akcji potroiła się, wzrastając z 1,2 w roku 1980 do 3,9 w roku 1994)¹³⁴.

Coraz bardziej popularna i w początkowym okresie powszechnie popierana przez akcjonariuszy konstrukcja systemów płacowych oparta na opcjach doprowadziła do ukierunkowania działań menedżerów na zysk i zwiększanie wartości spółki w krótkim okresie, co wiązało się często ze wzrostem ryzyka podejmowanych

130 L. Pawłowicz, *Systemy wynagrodzeń menedżerów ukierunkowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie i Finanse” 2014, t. 12, nr 3/1, s. 91.

131 A. Samborski, *Problem przedstawicielstwa w otwartych funduszach emerytalnych – wybrane aspekty*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, t. C, s. 335.

132 M.C. Jensen, K.J. Murphy, *CEO Incentives – It’s Not How Much You Pay, But How*, „Harvard Business Review” 1990, no. 3, s. 138–153.

133 B.J. Hall, J.B. Liebman, *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*, „Quarterly Journal of Economics” 1998, s. 653–691.

134 *Ibidem*, s. 655.

operacji¹³⁵. Należy jednocześnie uznać, że taka forma wynagrodzeń spełniła swoją rolę w zakresie bodźca motywującego – liczne badania odnoszące się do danych uwzględniających okres upowszechnienia się programów opcyjnych wykazują ich silny związek z wynikami analizowanych podmiotów. Q. Cheng i T.D. Warfield potwierdzają na przykład, że menedżerowie korzystający z programów opcyjnych są bardziej skłonni do ogłaszania wyników firmy odpowiadających lub przekraczających prognozy analityków¹³⁶. Unikają jednak raportowania zaskakująco wysokich wyników, które przeznaczają na rezerwy celem uniknięcia nadmiernych oczekiwań rynkowych i spadku wyników (i wynagrodzenia) w przypadku ich niezrealizowania. D. Bergstresser i T. Philippon ujawniają, że manipulacje księgowe mające na celu odpowiednie dostosowania wyniku dzięki rozliczeniom międzyokresowym częściej występują w firmach, w których stosuje się programy udziału we własności dla prezesów spółek¹³⁷. R.E. Houmes i T.R. Skantz z kolei zauważają, że większy udział programów motywacyjnych w systemach wynagrodzeń kadry kierowniczej wiąże się z silniejszymi tendencjami do przeszacowania cen akcji¹³⁸.

Należałoby zatem spodziewać się dodatniej korelacji pomiędzy udziałem zmiennej części wynagrodzenia, a także wynagrodzenia w formie partycypacji we własności a wynikami spółki. Wpływ taki został opisali m.in. w badaniach J. Brickley i inni, którzy dokumentują 2,4% ponadnormalny zysk po wprowadzeniu systemów płacowych uwzględniających udział we własności¹³⁹. Podobne wyniki prezentuje D. Yermack¹⁴⁰, wysuwając dodatkowo tezę, iż już samo publiczne ogłoszenie informacji o wprowadzeniu tego rodzaju programów płacowych jest dla spółki korzystne, jako że dodatnio wpływa na cenę akcji. Korelację taką (przy założeniu odwrotnej zależności przyczynowo-skutkowej) potwierdzają również badania M. Jensena i K.J. Murphy'ego¹⁴¹, P. Joskova i N. Rose'a¹⁴² oraz J. Boschena i K. Smitha¹⁴³, w których przyrost wynagrodzenia dyrektora generalnego zależy

135 Szerzej na ten temat: podrozdz. 1.2.2.3.

136 Q. Cheng, T.D. Warfield, *Equity Incentives and Earnings Management*, „The Accounting Review” 2005, no. 80, s. 441–476.

137 D. Bergstresser, T. Philippon, *CEO Incentives and Earnings Management*, „Journal of Financial Economics” 2006, no. 80, s. 511–529.

138 R.E. Houmes, T.R. Skantz, *Highly Valued Equity and Discretionary Accruals*, „Journal of Business Finance and Accounting” 2010, no. 37, s. 60–92.

139 J. Brickley, S. Bhagat, R. Lease, *The Impact of Long-range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth*, „Journal of Accounting and Economics” 1985, no. 7(1–3), s. 115–129.

140 D. Yermack, *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*, „Journal of Finance” 1997, no. 52(2), s. 449–476.

141 M. Jensen, K.J. Murphy, *Performance...*

142 P. Joskow, N. Rose, *CEO Pay and Firm Performance: Dynamics, Asymmetries and Alternative Performance Measures*, NBER Working Paper No. 4976, Cambridge Massachusetts 1994.

143 J. Boschena, K. Smith, *You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance*, „Journal of Business” 1995, no. 68(4), s. 577–608.

dotąd od stopy zwrotu dla akcjonariuszy w okresie bieżącym i tym z roku poprzedniego. Jest to najczęściej wybierany przez badających kierunek oddziaływań (tj. wpływ wyników na wynagrodzenie). Tym niemniej tego rodzaju korelacja implikuje zależność odwrotną, którą zaproponował D. Yermack. Potwierdza bowiem silnie motywacyjną funkcję systemu płacowego.

3.3. Badania nad strukturą kapitałową przedsiębiorstw

3.3.1. Nadzór korporacyjny a struktura kapitału w przedsiębiorstwach niefinansowych

Ocena adekwatności kapitałowej związana jest bezpośrednio ze strukturą kapitałową spółki. Zależności pomiędzy wskaźnikami struktury kapitału a standardami nadzoru korporacyjnego stanowią przedmiot badań relatywnie często występujący w literaturze przedmiotu, przy czym wskaźniki dotyczące struktury kapitałów najczęściej pełnią funkcję zmiennych objaśniających, natomiast rzadziej zmiennych objaśnianych. Bardziej zbliżone do koncepcji przedstawionych w rozdziale 4 badań są nieliczne prace z drugiej wspomnianej kategorii, w których wskaźniki odzwierciedlające strukturę kapitałów pełnią funkcję zmiennych endogenicznych i są objaśniane przez zmienne opisujące wybrane standardy nadzoru. Badania te w zasadzie można uznać za tożsame z zaproponowanymi przez autorkę, przy założeniu, że próba zawężona zostaje do sektora bankowego, a wskaźniki kapitału zostają skorygowane o poziom ryzyka aktywów.

Tego rodzaju problem podejmują m.in. M. Masnoon i M. Rauf, dowodząc istnienia dodatniej istotnej statystycznie zależności pomiędzy wielkością rady oraz ujemnej dotyczącej udziału członków niezależnych, pełnienia przez CEO obowiązków prezesa i przewodniczącego rady, koncentracji własności i rentowności aktywów a wskaźnikiem zadłużenia 30 pakistańskich przedsiębiorstw¹⁴⁴. W podobnym badaniu przeprowadzonym na próbie spółek chińskich Y. Wen i inni zweryfikowali istnienie zależności pomiędzy wybranymi standardami nadzoru i strukturą kapitału, jednak statystycznie istotny był tylko związek struktury ze składem rady (udziałem członków niezależnych) i długością kadencji CEO¹⁴⁵. Również w przypadku szerokiego zakresu danych z lat 1998–2006 obejmujących 126 firm male-

144 M. Masnoon, M. Rauf, *Impact of Corporate Governance on Capital Structure – A Study of KSE Listed Firms*, „Global Management Journal for Academic & Corporate Studies” 2013, vol. 3, no. 1, s. 94–110.

145 Y. Wen, K. Rwegasira, J. Bilderbeek, *Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms*, „Corporate Governance: An International Review” 2002, vol. 10, Issue 2, s. 75–83.

zyjskich uwzględnionych w modelach regresji przedstawionych przez N.M. Saada potwierdził się wpływ elementów, takich jak skład rady, częstotliwość jej spotkań i rola CEO na strukturę pasywów badanych podmiotów¹⁴⁶.

3.3.2. Determinanty struktury kapitału w podmiotach sektora bankowego

3.3.2.1. Determinanty tradycyjnych wskaźników kapitału

Badania nad adekwatnością kapitałową instytucji finansowych, będące przedmiotem niniejszej rozprawy, wpisują się w nurt analiz czynników determinujących układ kapitałów w przedsiębiorstwie. Teorie struktury kapitału¹⁴⁷ wskazują na mnogość elementów leżących u podstaw decyzji kapitałowych w ujęciu multisektorowym. Jednak szczególne uwarunkowania funkcjonowania podmiotów w branży finansowej implikują istnienie dodatkowych determinant, takich jak choćby wymogi nadzorcze. Podkreślają również istotność architektury pasywów w zapewnianiu stabilności i bezpieczeństwa funkcjonowania banków.

Nie należy także zapominać o charakterystycznych dla sektora bankowego kategoriach zobowiązań, które również wpływają na decyzje o wyborze źródeł finansowania. Kwestię tę podkreśla M. Miller, wskazując przede wszystkim na rolę depozytów na żądanie, będących jednym z podstawowych źródeł finansowania banków, niedostępnym dla większości innych podmiotów gospodarczych¹⁴⁸. Zagadnienie czynników kształtujących strukturę kapitałową podmiotów sektora bankowego poruszają również A.N. Berger i inni, zauważając, że instytucje finansowe znajdują się pod wpływem dwóch przeciwstawnych układów bodźców dotyczących wyposażenia w kapitały wysokiej jakości¹⁴⁹. Z jednej strony otrzymują sygnały od nadzorców rynkowych (w postaci m.in. wymogów kapitałowych), które sprawiają, że utrzymują stosowną bazę kapitałową do wykorzystania w sytuacji nadarzających się okazji biznesowych lub w przypadku niespodziewanych strat czy turbulencji na rynkach finansowych. Są to przesłanki za podnoszeniem buforów kapitałowych. Drugi układ bodźców stanowi opisana wcześniej sieć bezpieczeństwa finansowego, na którą składają się m.in. ubezpieczenia depozytów oraz dostęp do okien dyskon-

146 N.M. Saad, *Corporate Governance Compliance and the Effects to Capital Structure in Malaysia*, „International Journal of Economics & Finance” 2010, vol. 2, Issue 1, s. 105.

147 Chodzi np. o teorie statyczne (in. teoria kompromisu) i teorie dynamiczne – teoria hierarchii źródeł finansowania, teoria sygnałów oraz teoria market timing, patrz: B. Jakubczyk, J. Lewandowska, *Teorie struktury kapitału w literaturze światowej*, „Finanse i Prawo Finansowe” 2014, nr 1(4), s. 65–81.

148 M. Miller, *Do the M&M Propositions Apply to Banks?*, „Journal of Banking and Finance” 1995, vol. 19(3), s. 483–489.

149 A.N. Berger, R.J. Herring, G.P. Szego, *The Role of Capital in Financial Institutions*, „Journal of Banking and Finance” 1995, no. 19, s. 393–430.

towych, co z kolei obniża skłonność banków do odpowiedniego zabezpieczania się w postaci utrzymywania wysokich zapasów kapitału własnego.

Siłę oddziaływania regulacji w zakresie wymogów kapitałowych analizują również P.W. Osterbaerg i B.J. Thompson, zwracając uwagę, że w ramach takich samych porządków prawnych występują jednak istotne różnice co do wykorzystywania dźwigni (zarówno w przekroju czasowym, jak i między różnymi podmiotami)¹⁵⁰. Ich badania dowodzą, że optymalizacja wskaźnika lewarowania zachodzi przy uwzględnieniu, z jednej strony, korzyści podatkowych związanych z zadłużeniem oraz – z drugiej – ryzyka i kosztów bankructwa.

Należy więc uznać, że wymogi regulacyjne nie są jedyną determinantą podnoszenia kapitałów własnych w sektorze finansowym. Tym niemniej w literaturze przedmiotu znaleźć można stwierdzenia przeczące powyższej tezie. F. Mishkin na przykład argumentuje, że

banki utrzymują określony poziom kapitału, ponieważ wymuszają to na nich instytucje nadzorcze. Z powodu wysokich kosztów utrzymania kapitałów własnych [...] kierownictwo banku często chce obniżyć jego udział poniżej wymaganego. W takim przypadku faktyczny poziom kapitału zdeterminowany jest wyłącznie wymogami kapitałowymi¹⁵¹.

Gdyby jednak przyjąć takie założenie za prawdziwe, banki podlegające tym samym reżimom prawnym byłyby homogeniczne w obszarze wykorzystywania dźwigni finansowej. Tymczasem okazuje się, że wprawdzie uzależniają one swoje decyzje kapitałowe od reguł narzucanych im przez nadzorców, ale decydują się zwykle na utrzymywanie kapitału na poziomie przekraczającym wymagany. Tego rodzaju wnioski płyną z badań, jakie przeprowadzili J. Barth i inni¹⁵², a także M. Flannery i K. Rangan¹⁵³, którzy taki stan rzeczy tłumaczą osłabieniem gwarancji rządowych na skutek tworzenia innowacyjnych instrumentów finansowych od początku lat 90. Mniejsze zabezpieczenie publiczne implikuje z kolei aktywniejszy monitoring otoczenia rynkowego w zakresie czynników ryzyka i ochrony przed nim. Wynika stąd utrzymywanie wyższych buforów kapitałowych wywołane coraz większą chwiejnością poziomu ryzyka związanego z aktywami banków, a także bieżące zarządzanie strukturą kapitałową i dostosowywanie jej do aktualnych uwarunkowań.

Przytoczone opracowania pozwalają domniemywać istnienia pozaregulacyjnych determinant wyposażenia kapitałowego instytucji finansowych. Naturalną

150 P.W. Osterbaerg, B.J. Thompson, *Optimal Financial Structure and Bank Capital Requirements: An Empirical Investigation*, Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper, no. 9007, Cleveland, Ohio 1990.

151 F. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 6th edition, Addison Wesley, New York 2000, s. 227.

152 J. Barth, G. Caprio, R. Levine, *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, Cambridge University Press, Cambridge–New York 2005.

153 M. Flannery, K. Rangan, *What Caused the Bank Capital Build-up of the 1990s?*, „Review of Finance” 2008, no. 12, s. 391–429.

implikacją takiego stwierdzenia wydaje się być próba sprecyzowania dodatkowych czynników decydujących o strukturze kapitału (a zatem i o adekwatności kapitałowej banków). M. Flannery¹⁵⁴ twierdzi, że struktura kapitałów odzwierciedla poziom ryzyka płynności związanego z aktywami¹⁵⁵.

Płynność finansowa jako czynnik warunkujący strukturę pasywów występuje też w modelu, jaki zaprezentowali D. Diamond i R. Rajan¹⁵⁶. Podkreślają oni, że zachowanie stabilności banku finansującego się w znacznej mierze depozytami składaniać powinno do wzmocnienia jego bazy kapitałowej. Dopasowanie terminów zapadalności składników majątku i źródeł jego finansowania wprawdzie ograniczyć może płynność instytucji, zwiększy jednak jej odporność na zagrożenia wynikające na przykład z niewypłacalności pożyczkobiorców. Model ten zakłada, że kształtowanie optymalnej struktury kapitałów w banku odbywa się z uwzględnieniem tych trzech elementów – kreacji płynności, efektów wykorzystania kapitału własnego przy pokrywaniu oczekiwanych strat oraz prawdopodobieństwa spłaty udzielonych kredytów.

3.3.2.2. Determinanty wskaźników adekwatności kapitałowej

Wskaźniki struktury kapitału nie dają wystarczającej informacji o poziomie bezpieczeństwa i stabilności banku. Jak wskazano w podrozdz. 2.2, lepszy obraz sytuacji w przypadku instytucji finansowych uzyskuje się dzięki szacowaniu wskaźników adekwatności kapitałowej uwzględniających ryzyko związane z aktywami badanych podmiotów. Badania nad determinantami adekwatności kapitałowej stanowią tym samym istotny wkład do prac nad wzmocnieniem bezpieczeństwa rynków finansowych, wskazując te elementy, które w istotny sposób zapobiegają niewypłacalności.

W literaturze przedmiotu znaleźć można nieliczne opracowania, które ujmowałyby problem determinant struktury kapitału z uwzględnieniem kwestii poziomu ryzyka aktywów. Należy również zwrócić uwagę na brak jednoznacznych wniosków w przypadku tego rodzaju badań – w zasadzie jedynie rozmiar banku mierzony wartością aktywów wydaje się być zmienną istotną w niemal każdym modelu, a jego oddziaływanie na wskaźnik wypłacalności jest zawsze ujemne.

154 M. Flannery, *Debt Maturity and the Deadweight Cost of Leverage: Optimally Financing Banking Firms*, „American Economic Review” 1994, no. 84, s. 320–331.

155 Warto przy tej okazji zwrócić uwagę na „paradoks płynności” występujący w instytucjach finansowych. Zgodnie z jego założeniami, płynność aktywów, która co do zasady ułatwia pozyskiwanie finansowania zewnętrznego, w przypadku podmiotów w sektorze bankowym może być czynnikiem hamującym dopływ kapitału obcego. Nadmierny udział łatwych do zbycia aktywów wzmacnia konflikt agencyjny, którego stronami są inwestorzy oraz zarząd. Możliwość szybkiego uptywnienia aktywów osłabia zaufanie kapitałodawców co do utrzymywania określonej linii strategii działań kierownictwa. Menedżerowie, mając możliwość szybkiej sprzedaży znacznej części składników majątku, mogą wykorzystać swoją pozycję i na bieżąco podejmować decyzje niezgodne z oczekiwaniami właścicieli (szerzej na ten temat: S. Myers, R. Rajan, *The Paradox of Liquidity*, „Quarterly Journal of Economics” 1998, no. 113, s. 733–771).

156 D. Diamond, R. Rajan, *A Theory of Bank Capital*, „Journal of Finance” 2000, no. 55, s. 2431–2465.

R. Ahmad i inni zbadali czynniki wpływające na adekwatność kapitałową banków w gospodarce wschodzącej na przykładzie malezyjskiego sektora bankowego¹⁵⁷. Dowiedli negatywnej korelacji pomiędzy rozmiarem banku¹⁵⁸ oraz pozytywnego oddziaływania mierników związanych z ryzykiem (odsetek kredytów zagrożonych i syntetyczny indeks ryzyka) na wskaźnik wypłacalności. Wynik w zakresie oddziaływania regulacji nie jest jednoznaczny – wprowadzenie niektórych wymogów polepszyło adekwatność kapitałową, inne okazały się być nieefektywne, przy czym na zaostrzenie przepisów silniej zareagowały banki lepiej wyposażone w kapitał. Autorzy badań podkreślają także, że podmioty uwzględnione w próbie nie wykazują związku pomiędzy adekwatnością kapitałową a rentownością. Zaprzecza to tezom wysuniętym wcześniej przez Y. Asarkaya i S. Ozcana, którzy uważają, że większy zysk wygenerowany przez bank wiąże się z większym zyskiem zatrzymanym podnoszącym zasób kapitałów własnych¹⁵⁹. Autorzy ci dodają, że działania menedżerów na rzecz utrzymania kapitałów ponad poziom określony przez wymogi kapitałowe (szczególnie Bazyleę I) wiążą się z ich świadomością, że regulacje bazylejskie są za słabe, aby w sytuacji zagrożenia banku wymagany bufor kapitałowy pokrył ewentualne straty.

Pozytywny wpływ rentowności na poziom kapitałów własnych, a tym samym poprawność założeń teorii hierarchii źródeł finansowania¹⁶⁰, stwierdzają V. Kleff i M. Weber na podstawie analizy banków niemieckich¹⁶¹ oraz R. Gropp i F. Heider w oparciu o dane o 200 największych bankach w USA i w Europie¹⁶². Ci ostatni wykazują dodatkowo negatywną korelację wskaźnika wypłacalności z wartością aktywów oraz pozytywną z wartością zabezpieczeń, wypłatą dywidendy i wskaźnikami ryzyka aktywów banku.

Próbie określenia czynników determinujących wskaźniki adekwatności kapitałowej na podstawie międzynarodowej próby panelowej (banki z 11 krajów – grupa G10 i Szwajcaria, lata 2002–2008) podejmuje R.V. Bosch¹⁶³. Jednakże można uznać, że o ile wnioski na poziomie poszczególnych krajów mogą być istotne dla

157 R. Ahmad, M. Ariff, M. Skully, *Determinants of Bank Capital Ratios in a Developing Economy*, „Asia-Pacific Financial Markets” 2009, no. 15(3–4), s. 255–272.

158 Nie każda z metod wykazała istotność tej korelacji.

159 Y. Asarkaya, S. Ozcan, *Determinants of Capital Structure in Financial Institutions: The Case of Turkey*, „Journal of BRSA and Financial Markets” 2007, vol. 1, Issue 1, s. 91–109.

160 Teoria hierarchii źródeł finansowania wyjaśnia wybór źródeł finansowania istnieniem określonych preferencji firm co do rodzajów kapitału, z których chcą korzystać. W przypadku braku możliwości pozyskania źródła najbardziej preferowanego, firma korzysta z kolejnego znajdującego się na liście jej preferencji. Patrz: S. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39, s. 575–592.

161 V. Kleff, M. Weber, *How Do Banks Determine Capital? Empirical Evidence from Germany*, „German Economic Review” 2008, vol. 9, Issue 3, s. 354–372.

162 R. Gropp, F. Heider, *The Determinants of Bank Capital Structure*, „Review of Finance” 2010, vol. 14, s. 587–622.

163 R.V. Bosch, *What Are the Determinants of the Tier 1 Capital Ratio in the Banking Sectors of the G10 and Switzerland from 2002–2008?*, Universiteit Van Amsterdam, Master Thesis, Amsterdam 2009.

regulatorów lub uczestników krajowych rynków, o tyle wyznaczenie determinant wypłacalności wspólnych dla całej próby potwierdza jedynie negatywną korelację wskaźnika adekwatności i wielkości banku (wartości aktywów) oraz struktury aktywów (RWA/TA) i struktury kapitału (zobowiązania/aktywa). Te dwie ostatnie relacje wydają się wynikać bezpośrednio z konstrukcji wskaźników adekwatności kapitałowej, gdzie w mianowniku występują aktywa ważone ryzykiem (RWA), a w liczniku kapitał własny, którego relacja w stosunku do aktywów jest odwrotnie proporcjonalna do wskaźnika struktury kapitału wspomnianego powyżej.

Do krajów Europy Środkowo-Wschodniej ograniczyli się w swoich badaniach R. Aktas i inni¹⁶⁴. Analiza danych z 71 banków z 10 krajów potwierdziła w ich przypadku zależność współczynnika wypłacalności zarówno od wielkości makroekonomicznych (wzrostu gospodarczego, zmienności indeksu giełdowego, poziomu ubezpieczenia depozytów i stabilności politycznej), jak i mikroekonomicznych (poziomu lewarowania, wielkości banku, rentowności, płynności marży odsetkowej netto i wskaźnika ryzyka).

Wyniki te są sprzeczne z rezultatami badań zawężających próbę do banków albańskich, w których wskaźniki rentowności okazały się nie wpływać na współczynnik wypłacalności, wielkość banku oddziaływała pozytywnie (w przeciwieństwie do negatywnej korelacji wykazanej w pracy R. Aktasa i innych), a oprócz tego istotności statystycznej dowiedziono dla wskaźnika kredytów zagrożonych i relacji kredytów do depozytów¹⁶⁵.

W obliczu postępujących procesów globalizacji i liberalizacji rynków finansowych interesujące wnioski przedstawiają M. Mili i inni¹⁶⁶. Zbadali oni wskaźniki adekwatności kapitałowej 340 spółek córek 123 banków działających na globalnym rynku, próbując sprawdzić, czy wartość wskaźnika CAR w filiach zależy od danych finansowych podmiotów kontrolujących. Okazało się, że na wskaźniki kapitałowe w spółkach zależnych istotny wpływ mają stabilność spółek-matek, zakres regulacji w kraju, z którego pochodzą, oraz rola rynku międzybankowego w tym kraju.

Bardzo cennym z punktu widzenia liczby zmiennych objaśniających oraz wyboru próby uwzględniającej kraje środkowoeuropejskie jest opracowanie K. Kila¹⁶⁷. Interesującym zabiegiem metodologicznym wykorzystanym przez autora w tym

164 R. Aktas, S. Acikalin, B. Bakin, G. Celik, *The Determinants of Banks' Capital Adequacy Ratio: Some Evidence from South Eastern European Countries*, „Journal of Economics and Behavioral Studies” 2015, no. 7(1), s. 79–88.

165 A. Shingjergji, M. Hyseni, *The Determinants of the Capital Adequacy Ratio in the Albanian Banking System during 2007–2014*, „International Journal of Economics, Commerce and Management” 2015, no. 3(1), s. 1–10.

166 M. Mili, J.M. Sahut, H. Trimeche, *Determinants of the Capital Adequacy Ratio of a Foreign Bank's Subsidiaries: The Role of the Interbank Market and Regulation of Multinational Banks*, IPAG Business School Working Paper 2014–366, Paris 2014.

167 K. Kil, *Determinanty bezpieczeństwa finansowego banków giełdowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, „Zarządzanie Finansami i Rachunkowość” 2015, nr 3(4), s. 5–17.

badaniu było podzielenie badanego okresu (2004–2014) na lata przed kryzysem (2004–2008) oraz po wybuchu kryzysu (2009–2014), co pozwoliło zaobserwować, że niektóre determinanty stabilności okazały się być istotne tylko w określonym czasie. K. Kil zweryfikował oddziaływanie czynników makro- i mikroekonomicznych na wybrane miary stabilności i dowiódł istotności statystycznej inflacji, stopy wzrostu gospodarczego, wielkości sektora bankowego, jakości kredytów, marży odsetkowej netto, efektywności kosztowej, stopy wzrostu akcji kredytowej oraz wskaźników: kredyty/aktywa i kredyty/depozyty¹⁶⁸. Inne opracowania zwykle ograniczone są do mniejszej liczby zmiennych objaśniających. Na przykład, w badaniach, jakie przeprowadzili D. Foss i inni¹⁶⁹, stabilność zdeterminowana jest m.in. dynamiką przyrostu kredytów. Przy czym stopa wzrostu kredytów wpływa negatywnie na wskaźniki kapitału.

W tabeli 12 zebrano opisane w podrozdz. 3.3.2 badania wraz z informacją o kierunku oddziaływania poszczególnych zmiennych na wartość wskaźników opisujących stabilność banków.

Tabela 12. Determinanty wybranych wskaźników kapitału banków

Autorzy	Wskaźnik struktury kapitału (kapitały własne/suma bilansowe)	Wskaźnik adekwatności kapitałowej
1	2	3
Osterbaerg, Thompson (1990)	Korzyści podatkowe (+/-) Koszty bankructwa (+) St. pokr. strat rezerwami (+)	
Flannery (1994)	Ryzyko płynności (+)	
Berger i in. (1995)	Regulacje nadzorcze (+); Gwarancje i ubezpiec. (-)	
Diamond, Rajan (2000)	Płynność (-) Oczekiwane koszty niebezpieczeństwa (+) Łatwość egzekwowania spłat (-)	
Mishkin (2000)	Regulacje nadzorcze (+/-)	
Asarakya, Ozcan (2007)		Rentowność (+)

168 Istotność niektórych zmiennych charakteryzowała tylko wybrany okres i/lub odnosiła tylko do wybranych zmiennych objaśnianych.

169 D. Foss, L. Norden, M. Weber, *Loan Growth and Riskiness of Banks*, „Journal of Banking and Finance” 2010, no. 34, s. 2929–2940.

1	2	3
Kleff, Weber (2008)		Rentowność (+)
Ahamad i in. (2009)		Wartość aktywów (-) Udział kred. zagrożonych (+) Indeks ryzyka (+) Regul. nadzorcze (+/-)
Bosch (2009)		Wartość aktywów (-) Ryzyko aktywów (+) Zadłużenie (-)
Foos i in. (2010)	Dynamika akcji kredytowej (-)	
Gropp, Heider (2010)		Rentowność (+) Wartość aktywów (-) Poziom rezerw (+) Wysokość dywidendy (+) Ryzyko aktywów (+)
Mili i in. (2014)		Stabilność spółek matek (+) Regulacje w kraju spółki matki (+/-)
Aktas i in. (2015)		Wsk. lewarowania (-) ROA (+) Płynność (+) Marża ods. netto (+) Wsk. ryzyka (-) Wzrost gosp. (-) Zmienność indeksu giełd. (+) Ubezp. depozytów (+) Stabilność polityczna (-)
Kil (2015)	St. inflacji (-) Wzrost gospodarczy (-) Wielkość sektora bankowego (+) Udział kredytów zagrożonych (+)	St. inflacji (-) Wzrost gospodarczy (-) Wielkość sektora bankowego (+) Udział kredytów zagrożonych (+) kredyty/aktywa (-) Kredyty/depozyty (-)
Shingjergji, Hyseni (2015)		Udział kredytów zagrożonych (-) Wskaźnik kredyty/depozyty (-) Wartość aktywów (+)

Źródło: opracowanie własne.

Zamieszczony w tabeli 12 wybór badań pozwala zauważyć tendencję do uwzględniania wskaźnika adekwatności kapitałowej w badaniach nad bezpieczeństwem banków, którą zapoczątkowały turbulencje na światowych rynkach finansowych.

Warto zwrócić uwagę, że stabilność banków uwarunkowana jest zarówno czynnikami egzogenicznymi w relacji do funkcjonowania przedsiębiorstw (wskaźniki makroekonomiczne, otoczenie instytucjonalne), jak i wewnętrznymi związanymi głównie ze strategią ostrożnościową realizowaną na poziomie poszczególnych podmiotów. Zestawione w tabeli 12 wyniki wprawdzie potwierdzają w niektórych przypadkach dodatnią korelację wskaźników efektywności i bezpieczeństwa, jednak, jak wspomniano wcześniej, niekiedy zależność taka nie występuje¹⁷⁰. Autorka skłania się zatem ku podejściu kompromisowemu, uznając wskaźniki efektywności za pomocnicze do określenia poziomu stabilności badanych w dalszej części podmiotów, nadając jednakże priorytetowe znaczenie wskaźnikom adekwatności kapitałowej.

3.4. Podsumowanie

W literaturze przedmiotu znaleźć można szereg badań odnoszących się do oddziaływania standardów nadzoru korporacyjnego na wyniki przedsiębiorstw. Nieliczne z nich ograniczają próbę badawczą do podmiotów sektora bankowego¹⁷¹. Jeśli uzna się za zasadne potraktowanie wskaźników efektywności jako miar stabilności badanego podmiotu, powyższe prace uznać można za zbieżne z badaniami przeprowadzonymi w rozdziale 4. Jednakże, jak wspomniano wcześniej, przyjęcie wspomnianego założenia uznać należy za dyskusyjne. Bardziej miarodajna ocena bezpieczeństwa banków dokonywana jest na podstawie wyposażenia w wysokiej jakości kapitały.

Należy dodatkowo podkreślić niejednoznaczność wyników badań przedstawionych w podrozdz. 3.2.2. Wpływ poszczególnych standardów nadzorczych na wyniki przedsiębiorstw okazuje się być zróżnicowany zarówno co do siły, jak i kierunku oddziaływania. Brak definitywnych wniosków występuje w obszarze funkcjonowania rady (jej liczebności, frakcji członków niezależnych, udziału kobiet), struktury własności (koncentracji własności, udziału menedżerów we własności, udziału inwestorów zagranicznych i instytucjonalnych), rotacji kadry kierowniczej i systemów wynagradzania.

Przytoczone w podrozdz. 3.3.1 opracowania pozytywnie weryfikują tezę postawioną przez J.R. Grahama i C. Harveya, zgodnie z którą „ład korporacyjny jest

170 Dowodzą temu na przykład badania R. Ahmad, M. Ariff, M. Skully, *Determinants...*

171 W polskim piśmiennictwie są to np. badania M. Aluchny, M. Marcinkowskiej oraz A. Słomki-Gotębiowskiej. Te ostatnie wskazują na determinanty wielkości wynagrodzeń członków zarządu (patrz: A. Słomka-Gotębiowska, *Polityka wynagradzania kierownictwa banków. Regulacje i praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016).

w zasadzie związany ze strukturą kapitałową spółki oraz decyzjami w zakresie jej finansowania¹⁷². W pracach potwierdzających tę zależność istotnymi zmiennymi wpływającymi na wskaźniki kapitału okazały się być m.in. wskaźniki związane z wielkością, strukturą i aktywnością rady, a także długością kadencji CEO. Są to badania najbardziej zbliżone to przeprowadzonych w rozdziale 4, choć nie koncentrują się na sektorze bankowym, a zatem nie odpowiadają bezpośrednio na pytanie o wpływ nadzoru na bezpieczeństwo podmiotów w tym sektorze. Warto przy tym wspomnieć, że dotyczą one w głównej mierze rynków dalekowschodnich (pakietańskiego, chińskiego, malezyjskiego).

Biorąc powyższe pod uwagę – za dwa zasadnicze elementy wyróżniające zakres analiz podejmowanych w niniejszej monografii uznać można skoncentrowanie badań na sektorze bankowym oraz na oddziaływaniu nadzoru na wskaźniki bezpośrednio odzwierciedlające bezpieczeństwo funkcjonowania podmiotów tego sektora. Z tej perspektywy część empiryczna książki może inicjować nowy kierunek badawczy w zakresie skuteczności standardów nadzorczych.

Strukturę pasywów oraz wskaźniki adekwatności kapitałowej w bankach bada się, uwzględniając przede wszystkim kwestię oddziaływania regulacji ostrożnościowych, uwarunkowań makroekonomicznych i politycznych oraz polityki ostrożnościowej banków. Przytoczone w podrozdz. 3.3.2 badania wskazują również na istotność wielkości banku, płynności aktywów, poziomu rezerw, dynamiki akcji kredytowej, kapitalizacji i innych. W badaniach nad determinantami stabilności dowodzi się również wpływu warunków, w jakich funkcjonują spółki-matki, co wydaje się być istotnym spostrzeżeniem z punktu widzenia rozważań nad wpływem zagranicznego akcjonariusza dominującego. Należy bowiem nadmienić, że na podstawie przedstawionych rozważań teoretycznych oraz wyników opisanych w rozdziale 3 badań w części empirycznej sformułowane zostaną szczegółowe hipotezy badawcze.

172 J.R. Graham, C. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60, no. 2–3, s. 187–243.

Rozdział 4

Mechanizmy nadzoru korporacyjnego a stabilność polskich banków publicznych – wyniki badań własnych

4.1. Problemy metodologiczne w badaniach nad skutecznością nadzoru korporacyjnego

4.1.1. Struktura akcjonariatu a dobór zmiennych

Istotę zagrożeń agencyjnych sprowadza się najczęściej do rozbieżności interesów i motywacji właścicieli oraz wynajętych przez nich agentów, tj. kierownictwa spółki. W myśl tego rodzaju interpretacji mechanizmy nadzoru korporacyjnego mają wymuszać zachowania, przyczyniające się do jak największej dbałości agenta o powierzony mu kapitał. Jak zauważono w podrozdz. 1.1.3, takie ujęcie teorii agencji i roli mechanizmów nadzorczych nie jest wyczerpujące w przypadku spółek z akcjonariuszem dominującym (*controlling shareholder*). Akcjonariusz większościowy ma znacznie szerszy wachlarz narzędzi służących nadzorowaniu zarządu niż posiadacze niewielkich pakietów akcji. Relatywnie większy udział we własności stanowi również motywację do bardziej aktywnego monitorowania działań menedżerów lub niekiedy osobistego zaangażowania się w zarządzanie spółką¹. W tym kontekście uprawniony staje się postulat, zgodnie z którym cele *corporate governance* w spółkach z akcjonariuszem dominującym powinny być ukierunkowane nie tyle na przeciwdziałanie oportunistom menedżerów, ile na ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych.

1 R.J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper Series, Working Paper, no. 49/2005, s. 12.

Wymienione aspekty powinny zostać uwzględnione przy doborze zmiennych objaśniających przy konstruowaniu modeli badających skuteczność nadzoru korporacyjnego². Inne bowiem będą przesłanki efektywności systemów nadzorczych w spółkach o skoncentrowanej i rozproszonej strukturze własności.

Odnosząc się do populacji banków notowanych na GPW w Warszawie, która zostanie uwzględniona w przeprowadzonych przez autorkę badaniach, można zauważyć, że są one względnie jednorodne w zakresie charakterystyki akcjonariatu, tzn. ich struktura własności i kontroli cechuje się relatywnie silnym skoncentrowaniem (niemal w każdym z badanych banków występuje akcjonariusz dominujący będący w posiadaniu powyżej 50% pakietu akcji³). Sprawia to, że osiągnięciu interesów stać się mogą relacje pomiędzy akcjonariuszami większościowymi a mniejszościowymi⁴. Jak zaznaczono powyżej, akcjonariusz większościowy posiada zwykle silne bodźce do aktywnego zaangażowania się w nadzór i kontrolę, może jednak marginalizować interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Ponadto, większość akcjonariuszy dominujących w warunkach polskiego sektora bankowego stanowią duże zagraniczne podmioty, które prawdopodobnie skłaniają się ku forsowaniu działań zgodnych z interesem spółek-matek lub całych grup kapitałowych. Interes ten może być niekiedy sprzeczny z interesem polskiej spółki-córki. Dlatego też występowanie dominującego akcjonariusza zagranicznego, a także obywatelstwo prezesa zarządu wpływać może na skuteczność nadzoru. Dodatkowym mechanizmem wspierającym zaangażowanie akcjonariatu mniejszościowego może być fakt posiadania akcji poszczególnych banków przez Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE). Jako podmioty posiadające wprawdzie mniejszościowy, ale znaczący udział w kapitale⁵ oraz lokujące na rynku powierzone im środki, powinny one aktywniej włączać się do czynności nadzorczo-kontrolnych.

Opisana struktura własności generować może również inne problemy, takie jak mniejszą aktywność i skuteczność działań rady nadzorczej, spowodowaną niewielką jej autonomią i nieformalnym zobowiązaniem do akceptacji linii strategii założonej przez dominującego akcjonariusza⁶. Dlatego też istotny dla jakości nadzoru wydaje się być w tej sytuacji stopień niezależnienia rady (w tym w szczególności

2 A. Bebchuk, A. Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, Discussion Paper, no. 633, 4/2009, Harvard Law School, Cambridge 2009, s. 17–20.

3 Wyjątkiem są banki PKO BP (w latach 2009–2015), Alior Bank (2012–2015), BOŚ Bank (2005) oraz BGŻ (2011), w przypadku których udział akcjonariusza dominującego w podanych w nawiasach latach wynosił mniej niż 50%.

4 A. Słomka-Gołębiowska, P. Urbanek, *Corporate Boards, Large Blockholders and Executive Compensation in Banks: Evidence from Poland*, „Emerging Markets Review” 2016, vol. 28, s. 203–220.

5 Zwykle udział na poziomie kilku/kilkunastu procent.

6 E. Berglof, A. Pajuste, *What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe*, „Oxford Review of Economic Policy” 2005, vol. 21, no. 2, s. 178–197.

jej przewodniczącego), a także powołanie Komitetu Ryzyka, którego działalność koncentrowałaby się na bezpieczeństwie funkcjonowania banku w warunkach specyficznych dla krajowej gospodarki.

Występowanie zagranicznego akcjonariusza dominującego wiąże się też z prawdopodobieństwem podporządkowania działań i decyzji prezesa spółki-córki celom narzuconym przez strategicznego właściciela. W tej sytuacji pozytywne oddziaływanie na długookresową stabilność spółki należałoby zweryfikować za pomocą zmiennej uwzględniającej m.in. występowanie długoterminowych programów motywacyjnych oraz konieczności ich akceptacji na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy (WZA).

Reasumując, należy stwierdzić, że próby dokonania ogólnej oceny poziomu jakości nadzoru wiążą się z koniecznością uwzględnienia struktur własnościowych i koncentracji kontroli w rękach poszczególnych grup akcjonariuszy. Problem ten nabiera szczególnego znaczenia przy posługiwaniu się coraz bardziej popularnymi ratingami nadzoru korporacyjnego. Jeśli przyjąć, że w spółkach o różnej strukturze właścicielskiej innego rodzaju charakterystyki odgrywają kluczową rolę w rozwiązywaniu problemów agencyjnych, to ratingi, nie będąc dedykowanymi konkretnym grupom podmiotów, nie spełniają roli rzetelnych mierników skuteczności procesów nadzorczych.

W przypadku badań zaprojektowanych przez autorkę założyć można względną jednorodność banków w obszarze struktury własnościowej. W konstruowanym modelu należy zatem skoncentrować się na tych elementach nadzoru, które przesądzą o jego skuteczności w sytuacji występowania akcjonariusza dominującego.

4.1.2. Ekonometria nadzoru – problematyka konstruowania modeli ekonometrycznych

Dobór właściwych zmiennych odnoszących się do standardów *corporate governance* nie jest jedyną kwestią, która komplikuje badania nad efektywnością nadzoru korporacyjnego. A. Börsch-Supan i J. Köke wskazują na cztery „pułapki metodyczne”, których występowanie wiązać się powinno z ograniczonym zaufaniem do rezultatów oszacowań oddziaływania *corporate governance* na wyniki przedsiębiorstw⁷. Należą do nich: wzajemna przyczynowość (*reverse causality*), brakujące zmienne (*missing variables*), błąd doboru próby (*sample selectivity*) i błąd pomiaru zmiennych (*measurement error in variables*)⁸.

7 A. Börsch-Supan, J. Köke, *An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies*, ZEW Discussion Paper, no. 00-17, Mannheim/Germany 2000.

8 *Ibidem*, s. 1-2.

Problem **odwróconej przyczynowości** opisują szczegółowo Ch. Himmelberg i inni⁹. Polega on na wykazaniu nieprawdziwej korelacji pomiędzy dwiema zmiennymi z pominięciem faktycznej zależności przyczynowo-skutkowej. Błędy tego rodzaju wynikają z przyjęcia fałszywych założeń dotyczących opisywanych zjawisk, tj. domniemania istnienia korelacji dwóch zmiennych faktycznie ze sobą nieskorelowanych. Jeżeli skonstruowany w badaniach model potwierdzi korelację, która w istocie będzie korelacją pozorną wynikającą z działania nieświadomych przez autora mechanizmów, zachodzi wówczas niebezpieczeństwo wnioskowania o nieistniejącej zależności przyczynowo-skutkowej.

Zagadnienie **brakujących zmiennych** wiązać się może z trudnościami w dostępie do informacji o określonych danych. Wprawdzie zakres obowiązków informacyjnych banków publicznych w Polsce jest relatywnie szeroki, jednak faktyczna transparentność i rzetelność ujawnień wymaga istotnej poprawy¹⁰. W procesie gromadzenia danych autorka niniejszej monografii zmierzyć się musiała z opisywanym problemem, m.in. w przypadku tworzenia indeksu charakteryzującego Komitet Ryzyka. Znikoma liczba banków ujawnia szczegóły dotyczące aktywności tego organu, dlatego indeks został skonstruowany jedynie na podstawie trzech zmiennych cząstkowych.

Problem brakujących zmiennych wiąże się nie tylko z nieuwzględnianiem istotnych dla wiarygodności modelu elementów wpływających na relacje wewnątrz badanych podmiotów lub przesądzających o wartości zmiennej objaśnianej. Zagadnienie to można również rozszerzyć na brak informacji o specyficznym nieliniowym zachowaniu się określonych zmiennych. Zwyczajowa liniowa specyfikacja modelu oznacza pominięcie możliwych składników nieliniowych¹¹. Ilustrację tego problemu stanowi badanie, jakie przeprowadzili R. Mork i inni¹², w którym dowiedziono, że funkcja odzwierciedlająca wpływ udziału menedżerów we własności na wartość rynkową spółki ma właśnie charakter nieliniowy¹³. Założenie w takim

9 Ilustruje ją następujący przykład: jeśli na rynku istnieją dwie konkurujące ze sobą firmy, z których jedna (z przyczyn na przykład historycznych) cechuje się większą siłą rynkową, to jest wysoce prawdopodobne, że z racji posiadanej przewagi menedżerowie nie będą skutecznie dyscyplinowani przez otoczenie rynkowe. Wówczas optymalny kontrakt menedżerski wiązać się będzie z większym udziałem we własności, aby silniej powiązać ich interesy z interesami zarządzanej spółki. Jeżeli z racji posiadanej przewagi firma ta będzie odznaczała się wyższym zyskiem, to będzie można z łatwością wykazać fałszywą pozytywną korelację pomiędzy udziałem we własności a wynikami przedsiębiorstwa. Na podstawie: Ch. Himmelberg, R.G. Hubbard, D. Palia, *Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance*, „Journal of Financial Economics” 1999, no. 53, s. 358.

10 Patrz: rozdz. 1.2.2.4.

11 M. Gruszczyński, *Empiryczne finanse przedsiębiorstw*, Difin SA, Warszawa 2012, s. 98.

12 R. Morck, A. Schleifer, R. Vishny, *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 20, s. 293–315.

13 Inne przykłady badań dowodzących nieliniowości tej relacji: patrz tabela 11.

przypadku współzależności liniowej będzie zatem skutkować niepoprawnością wyników.

Kolejną trudnością metodyczną występującą przy konstruowaniu omawianych modeli jest **niereprezentatywność próby**. Trzeba zauważyć, że dane uwzględniane w badaniach dotyczą zwykle największych na rynku spółek, których akcje są notowane na giełdach papierów wartościowych. Dopuszczenie akcji spółki do obrotu giełdowego wiąże się z koniecznością spełnienia przez nią określonych kryteriów. Na przykład zgodnie z Regulaminem GPW,

rozpoznając wniosek o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu giełdowego, Zarząd Giełdy bierze pod uwagę: sytuację finansową emitenta i jej prognozę, zwłaszcza rentowność, płynność i zdolność do obsługi zadłużenia, jak również inne czynniki mające wpływ na wyniki jego finansowe; perspektywy rozwoju, a zwłaszcza ocenę możliwości realizacji zamierzeń inwestycyjnych z uwzględnieniem źródeł ich finansowania oraz doświadczenie oraz kwalifikacje członków organów zarządzających i nadzorczych emitenta¹⁴.

Można więc stwierdzić, że mamy do czynienia z pewnego rodzaju preselekcją badanych podmiotów, która w odniesieniu do spółek publicznych wiąże się dodatkowo z większym rygorem w zakresie przestrzegania standardów *corporate governance*.

Autorka pomija szczegółowe omówienie konsekwencji tego problemu, jako że przeprowadzone w dalszej części monografii analizy są tzw. badaniami pełnymi i uwzględniają wszystkie banki publiczne działające na terenie Polski, dlatego problem niereprezentatywności próby nie będzie tutaj występował¹⁵.

Na zagadnienie **błędu pomiaru** można spojrzeć w kontekście właściwego wyboru spośród wielu wskaźników służących pomiarowi bezpieczeństwa banku. Stabilność finansowa może być bowiem rozpatrywana w odniesieniu do wielu aspektów (wyposażenia w kapitał, płynności, efektywności, jakości portfela itd.). Ograniczenie wyboru do jednego z nich może zostać uznane za przesłankę występowania błędu pomiaru i nieuwzględnienie istotnych obszarów potencjalnych źródeł destabilizacji. Uzasadnienie wyboru wskaźników adekwatności kapitałowej jako kluczowej determinanty bezpieczeństwa instytucji finansowych przedstawiono w podrozdz. 2.2. Podejście takie wydaje się być potwierdzone głównymi kierunkami regulacji bazylejskich, których działania prostabilnościowe koncentrują się właśnie na wzmacnianiu wyposażenia kapitałowego sektora. Mimo to rozstrzygnięcie kwestii najbardziej rzetelnego pomiaru poziomu stabilności banku uznać można za dyskusyjne.

14 Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego obowiązującego od 1 stycznia 2014 r.), Rozdział II, § 10.

15 Można by rozpatrywać ten problem w kontekście nieuwzględnienia w badaniu np. banków niepublicznych, w tym banków spółdzielczych, autorka kwalifikuje je jednak jako inną kategorię podmiotów, o innej specyfice działania, temat ten nie będzie zatem szerzej omawiany.

4.2. Ogólna charakterystyka badań

Kryzys *subprime* z 2008 r. wstrząsnął globalnym rynkiem usług finansowych, prowadząc do destabilizacji nie tylko poszczególnych podmiotów sektora bankowego, ale niemal wszystkich gospodarek na całym świecie. Powszechnie uznaje się, że jednym z najistotniejszych czynników, które przyczyniły się do wygenerowania zjawisk kryzysowych, był brak skuteczności mechanizmów nadzoru korporacyjnego¹⁶. Senat USA w przedstawionym w 2009 r. projekcie ustawy stwierdził wprost, że „wśród głównych przyczyn obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego [...] należy wymienić powszechną niewydolność nadzoru korporacyjnego”¹⁷. Liczne pozycje krajowej i światowej literatury również dowodzą istotności standardów nadzorczych dla zachowania bezpieczeństwa banków i zapobiegania podobnym niekorzystnym zjawiskom w przyszłości¹⁸. Jednak rozważania te zazwyczaj sprowadzają się do analizy teoretycznej, wnioskowania dedukcyjnego lub studiów przypadków. W opinii autorki zasadne wydaje się być dodatkowo empiryczne potwierdzenie wpływu poszczególnych mechanizmów nadzorczych na stabilność podmiotów sektora bankowego w oparciu o metody ekonometryczne.

Sytuacja na światowych rynkach finansowych podczas kryzysu dowiodła względnej odporności polskiego sektora bankowego na zjawiska kryzysowe. To spostrzeżenie rodzi naturalne pytanie o przyczyny takiego stanu rzeczy. Postulowana w literaturze zależność pomiędzy jakością nadzoru a bezpieczeństwem banków wskazywałaby na wysokie standardy *corporate governance* przestrzegane w polskich instytucjach sektora bankowego.

Przeprowadzone przez autorkę badania empiryczne, przedstawione w dalszej części rozdziału, mają na celu przede wszystkim weryfikację hipotezy o wpływie mechanizmów nadzoru korporacyjnego na stabilność polskich banków publicznych. W ramach tak sformułowanego celu autorka dokonała oceny wybranych standardów nadzorczych, w tym w szczególności struktury akcjonariatu, składu

16 G. Kirkpatrick, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2009, Issue 1, s. 61–87.

17 Shareholder Bill of Rights Act of 2009, s. 1074, Sec. 2.

18 Patrz np. P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012; K. Zalega, *Nadzór bankowy i corporate governance a konkurencyjność sektora bankowego*, „Bank i Kredyt” 2003, s. 47–55; M. Moszyński, A. Stoczek, *Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych a model nadzoru nad rynkiem finansowym*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici” 2008, z. 388, s. 165–179; D. Heremans, *Corporate Governance Issues for Banks. A Financial Stability Perspective*, Working Papers Department of Economics, Faculty of Economics and Business, Department of Economics, Leuven, Belgia 2007; H. Mehran, A. Morrison, J. Shapiro, *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 502, New York 2011; M. Becht, P. Bolton, A. Roell, *Why Bank Governance is Different*, „Oxford Review of Economic Policy” 2011, vol. 27, no. 3, s. 437–463.

rad nadzorczych, długoterminowych programów motywacyjnych, obywatelstwa i zmian na stanowisku prezesa oraz udziału kobiet w organach zarządczo-kontrolnych. Ponadto, na podstawie wskaźników adekwatności kapitałowej, dokonano oceny wypłacalności banków na przestrzeni lat 2005–2015. Wybór takiego przedziału czasowego pozwolił na porównanie okresu przed, w trakcie i po kryzysie oraz na sformułowanie wniosków o sile transmisji bodźców kryzysowych na banki funkcjonujące w ramach rodzimej gospodarki.

Badaniu poddano 17 banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w latach 2005–2015. Trzy notowane na GPW banki – Bank Austria, Uni Credit i Getin Holding – nie zostały uwzględnione w analizach. Wykluczenie wskazanych podmiotów zostało podyktowane tym, że Bank Austria i Uni Credit to spółki zagraniczne z siedzibą odpowiednio w Austrii i we Włoszech, natomiast grupa finansowa Getin Holding nie spełnia wszystkich wymogów ustawy *Prawo bankowe*¹⁹. Dodatkowo należy podkreślić, że tylko 9 z 17 badanych podmiotów było notowanych na GPW we wszystkich 11 latach analizy. Bazę danych stworzono w oparciu o informacje zebrane ze sprawozdań finansowych, sprawozdań z działalności zarządu, sprawozdań rad nadzorczych i ich komitetów oraz ogłoszeń na stronach internetowych banków.

4.3. Wybrane aspekty nadzoru korporacyjnego i wypłacalność polskich banków publicznych

4.3.1. Rady nadzorcze w polskich bankach publicznych

W świetle przedstawionych wcześniej rozważań rada nadzorcza jawi się jako neuralgiczny organ *corporate governance*. Jej właściwe funkcjonowanie łagodzi konflikty wynikające z rozbieżności interesów właścicieli i zarządu, akcjonariuszy dominujących i mniejszościowych oraz inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych²⁰. Przytoczone w rozdz. 3 wyniki badań dowodzą istnienia wielu czynników, które wpływają na skuteczność działań podejmowanych przez radę. Współcześnie podkreśla się dodatkowo rolę czynników behawioralnych, których zbadanie możliwe jest za pomocą metod jakościowych. Autorka niniejszej monografii, nie negując istotności wspomnianych czynników, koncentruje się jednak na badaniach ilościowych, przychylając się do tezy, że kwantyfikowalne charakterystyki rady przekładają się na postawy i zachowania jej członków. Przeprowadzone

¹⁹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – *Prawo bankowe*, Dz.U. 1997, nr 140, poz. 939.

²⁰ K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 107.

w dalszej części książki analizy obejmują następujące aspekty rad nadzorczych: liczebność, udział członków niezależnych i udział kobiet, niezależność przewodniczących oraz funkcjonowanie komitetów do spraw ryzyka.

Rady nadzorcze w polskich bankach publicznych mają określoną ustawowo minimalną liczebność wynoszącą pięciu członków. W badanym okresie wszystkie rady spełniały ów wymóg ustawy (tabela 13), przy czym nieliczne oscylowały wokół obowiązkowego minimum (Noble Bank, DZ Polska, Idea Bank, Alior Bank), a niektóre przekraczały go ponad dwukrotnie (Bank BPH, Bank Handlowy, mBank, Millenium, Nordea). Średnia liczba członków w radzie nadzorczej w kolejnych latach wahała się pomiędzy 8–10 osób, a przedstawione w tabeli 13 liczby nie wskazują na wzmożone ruchy kadrowe w radach w okresie globalnego kryzysu finansowego 2008–2010.

Tabela 13. Liczebność rady oraz udział członków niezależnych w radach nadzorczych banków notowanych na GPW

Nazwa banku	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Średnio
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Alior Bank	-	-	-	-	-	-	-	5 80%	5 80%	6 83%	8 63%	6,0 76%
Bank BPH	15 20%	13 23%	12 25%	12 33%	13 31%	13 46%	12 42%	11 36%	10 40%	10 40%	8 38%	11,7 34%
Bank Handlowy	12 50%	12 50%	12 50%	12 50%	12 50%	12 50%	12 50%	12 33%	12 33%	12 33%	12 33%	12,0 44%
BGŻ	-	-	-	-	-	-	9 56%	8 50%	6 33%	6 50%	9 22%	7,6 42%
BOŚ	9 22%	7 71%	7 71%	7 71%	8 63%	8 63%	9 56%	9 67%	9 56%	9 56%	9 56%	8,3 59%
BZ WBK	8 63%	8 63%	8 63%	8 63%	8 63%	9 67%	7 43%	7 43%	8 50%	10 50%	10 50%	8,3 56%
DZ Polska	6 17%	5 20%	5 20%	5 20%	5 20%	5 20%	-	-	-	-	-	5,2 19%
Idea Bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6 67%	6,0 67%
ING	8 50%	8 50%	8 50%	8 50%	8 50%	8 38%	7 43%	7 43%	7 43%	7 43%	7 43%	7,5 46%
Kredyt Bank	9 56%	9 56%	9 56%	9 56%	9 56%	7 71%	7 57%	7 57%	-	-	-	8,3 58%

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Mbank	9 56%	9 56%	8 50%	9 56%	10 50%	10 50%	10 50%	10 40%	12 33%	13 31%	12 33%	10,2 46%
Millen- nium	12 42%	14 43%	17 35%	10 50%	11 55%	11 55%	11 55%	11 55%	11 55%	12 50%	12 50%	12,0 49%
Noble Bank	-	-	5 0%	5 0%	5 0%	5 0%	5 0%	5 40%	5 40%	5 40%	5 60%	5,0 20%
Nordea Bank	11 55%	10 50%	11 55%	11 55%	11 55%	11 55%	11 55%	10 60%	11 55%	-	-	10,8 55%
Paribas Fortis	10 20%	9 22%	7 29%	7 29%	5 40%	7 43%	7 43%	8 38%	9 33%	8 38%	-	7,7 33%
Pekao	9 67%	9 67%	9 67%	9 67%	9 67%	9 67%	9 67%	9 67%	9 44%	9 56%	10 50%	9,1 62%
PKO BP	9 11%	8 38%	6 83%	7 57%	7 86%	7 86%	9 67%	9 78%	9 78%	9 67%	9 56%	8,1 64%
Śred- nio	9,8 40%	9,3 47%	8,9 47%	8,5 47%	8,6 49%	8,7 51%	8,9 49%	8,5 52%	8,8 48%	8,9 49%	9,0 48%	

Źródło: opracowanie własne.

O ile banki w Polsce przestrzegają regulacji odnoszącej się do minimalnej liczebności rad, to dane dotyczące stopnia niezależności odzwierciedlają w niektórych przypadkach brak dyscypliny w stosowaniu się do zaleceń. Należy nadmienić, że na przestrzeni badanego okresu rola niezależnych członków rady ukonstytuowała się na gruncie regulacyjnym, przenikając częściowo z zapisów „miękkiego prawa” do obowiązków objętych ustawą. W Dobrych Praktykach Giełdy Papierów Wartościowych z 2005 r. wskazano rekomendacje w kwestii udziału członków niezależnych, zgodnie z którymi „w spółkach, gdzie jeden akcjonariusz posiada pakiet akcji dający ponad 50% ogólnej liczby głosów, rada nadzorcza powinna liczyć co najmniej dwóch niezależnych członków”²¹. Natomiast ustawa o biegłych rewidentach i ich samorządzie²² z 2009 r. nakazała, aby niezależny członek wchodził w skład komitetu audytu, którego powołanie jest obowiązkiem banku.

Przedstawione w tabeli 13 dane pozwalają zauważyć, że w przypadku co najmniej trzech banków przywołane wytyczne nie zostały w odpowiednim czasie

21 *Dobre Praktyki w spółkach publicznych 2005*, Komitet Dobrych Praktyk i Forum Corporate Governance, Warszawa, 29 października 2004, zasada 20, pkt d.

22 Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym, Dz.U. 2009, nr 77, poz. 649; 2010, nr 182, poz. 1228, art. 86.

wdrożone²³. DZ Bank Polska w latach 2005–2010 oraz Pekao w roku 2005 nie zastosowały się do zasad zawartych w dobrych praktykach, natomiast w latach 2007–2011 Noble Bank nie przestrzegał również zapisów ustawowych.

Biorąc pod uwagę wartości średnich z kolejnych lat, nie można zauważyć tendencji do zwiększania lub zmniejszania stopnia niezależności rady. Za najbardziej niezależną należałoby uznać radę nadzorczą Alior Banku, co może wydawać się interesujące w kontekście informacji, że w analizowanym okresie bank ten cechował się również najsłabszą koncentracją własności.

Kwestię pozytywnych skutków niezależności przewodniczącego rady nadzorczej uznaje się niekiedy za dyskusyjną²⁴. Badacze podnoszą fakt, że sam sposób wyboru przewodniczącego rady (wybór przez WZA, przez wskazanego w statucie akcjonariusza lub wybór przez członków rady) ogranicza (w przypadku dwóch pierwszych sposobów procedowania) możliwość desygnowania na to stanowisko osoby całkowicie niezależnej. Dominujący akcjonariusz będzie zapewne forsował wybór osoby zaufanej. Także członkowie rady mogą skłaniać się do wybrania przewodniczącego, który związany będzie z najważniejszym inwestorem lub będzie się wyróżniał dobrą znajomością spółki²⁵. Mając na uwadze trudności związane z wyborem, można zauważyć, że na przestrzeni analizowanego okresu rośnie liczba banków, w którym radom nadzorczym przewodniczą osoby związane ze spółką²⁶. W latach 2005–2010 taka sytuacja miała miejsce tylko w ok. 20–30% podmiotów, a od roku 2013 już w ponad połowie banków notowanych na GPW na czele rady nadzorczej stoi członek powiązany ze spółką (wykres 2).

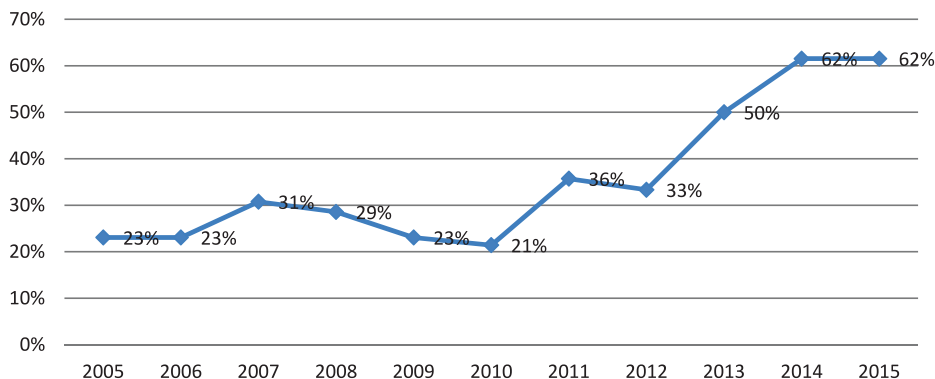
Problematykę zróżnicowania rad nadzorczych pod względem płci rozpatrywać można zarówno od strony politycznej (kwestia równouprawnienia, wyrównywania szans kobiet i mężczyzn na rynku pracy), społecznej (emancypacja kobiet) oraz behawioralnej (założenie o bardziej zachowawczych postawach kobiet, mniejszej skłonności do ryzyka, lepszej umiejętności łagodzenia konfliktów). Bez względu na pobudki temat ten jest szeroko dyskutowany na forach akademicko-biznesowych. Przeprowadzone przez autorkę badania wskazują, że w radach nadzorczych polskich banków publicznych kobiety wciąż stanowią mniejszość. W roku 2015 tylko

23 Przedstawione liczby nie pozwalają wnioskować o tym, czy członek niezależny wchodzi w skład komitetu audytu. Pokazują jedynie, czy w radzie zasiada przynajmniej jedna osoba spełniająca kryteria niezależności. Brak takiej osoby (jak w przypadku Noble Bank) przesądza o niemożliwości powołania niezależnego członka do komitetu.

24 Polemikę na temat niezależności przewodniczącego rady znaleźć można w wypowiedziach A.S. Nartowskiego, np. *Andrzej S. Nartowski o corporate governance. Wbrew naturze*, <http://www.andrzejnartowski.pl/tag/niezalezni-w-rn/> (dostęp 18.07.2017).

25 Należy jednak zauważyć, że w przypadku wyboru przewodniczącego przez członków rady istnieje większe prawdopodobieństwo desygnacji członka niezależnego.

26 Warto przy tej okazji wspomnieć dodatkowo, że niekiedy „formalna” niezależność nie jest w istocie „faktyczną” (to zagadnienie dotyczy wszystkich niezależnych członków, nie tylko osoby przewodniczącego).



Wykres 2. Odsetek rad nadzorczych, którym przewodniczy osoba powiązana ze spółką

Źródło: opracowanie własne.

w dwóch bankach stanowiły co najmniej jedną trzecią składu rady, natomiast w przypadku trzech podmiotów w radach zasiadali sami mężczyźni. Biorąc pod uwagę wartości średnie dla sektora z analizowanego okresu, nie można zaobserwować trendu wzrostowego, choć wydaje się, że dobre praktyki osadzone w regulacjach prawnych bardziej rozwiniętych gospodarek tworzą pewnego rodzaju presję na różnicowanie rad nadzorczych pod względem płci ich członków.

Tabela 14. Udział kobiet w radach nadzorczych w bankach (w %)

Nazwa banku	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Średnia
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Alior Bank	-	-	-	-	-	-	-	40	60	50	25	44
Bank BPH	27	23	25	58	23	23	25	27	20	30	25	28
Bank Handlowy	17	17	25	25	25	8	0	0	8	8	8	13
BGŻ	-	-	-	-	-	-	0	13	17	17	11	11
BOŚ	0	14	43	43	0	0	0	0	0	0	0	9
BZ WBK	0	0	0	0	0	11	0	0	0	20	20	5
DZ Polska	0	20	20	40	40	40	-	-	-	-	-	27

Tabela 14 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Idea Bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17	17
ING	13	13	13	13	13	13	14	14	14	0	0	11
Kredyt Bank	11	11	0	0	0	0	0	14	-	-	-	5
Mbank	22	22	13	11	10	10	10	10	8	15	17	13
Millennium	0	0	0	0	0	0	0	9	9	8	17	4
Noble Bank	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nordea Bank	9	10	9	9	9	9	9	10	9	-	-	9
Paribas Fortis	0	0	0	0	0	14	14	25	22	25	-	10
Pekao	0	0	0	0	11	0	11	22	44	44	40	16
PKO BP	11	25	33	29	14	0	11	11	22	33	33	20
Średnia	8	12	13	16	10	9	7	13	17	19	16	

Źródło: opracowanie własne.

Jak podkreśla M. Marcinkowska, faktyczne efekty pracy rady zależą nie tylko od jej demografii, ale również w znacznej mierze od jej organizacji i sposobu funkcjonowania²⁷. W odniesieniu do badań nad stabilnością banków szczególną uwagę należałoby zwrócić na istnienie komitetu ds. ryzyka. Jego powołanie w ramach rady nadzorczej może być pomocne przy monitorowaniu poziomu bezpieczeństwa banku i hamowaniu presji do maksymalizowania zysków poprzez nadmierną ekspozycję na ryzyko.

Autorka niniejszej monografii uznaje za ważną nie tylko kwestię powołania komitetu ds. ryzyka, ale również stopień jego niezależności. Wydaje się bowiem, że zasadniczym celem posiadaczy akcji spółki może być w niektórych przypadkach krótkookresowy zysk, co wiąże się priorytetowym podejściem do kwestii wypłaty dywidendy lub stopy zwrotu z posiadanych akcji. W tej sytuacji powierzenie dbałości o długookresowe bezpieczeństwo banku członkowi niezależnemu uznać można za rozwiązanie korzystne.

27 M. Marcinkowska, *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014, s. 199.

Biorąc powyższą argumentację pod uwagę, dla celów analizy funkcjonowania komitetów ds. ryzyka zbudowano wskaźnik jakości komitetu ds. ryzyka (WJKR), którego konstrukcja obejmuje trzy wskaźniki cząstkowe (w nawiasie podano sposób przyporządkowania wartości wskaźnikom cząstkowym):

- fakt powołania komitetu ds. ryzyka (brak komitetu – 0; powołano komitet – 1);
- udział członków niezależnych (mniej niż 25% – 0; 25–50% – 1; 51–74% – 2; 75% i więcej – 3);
- niezależność przewodniczącego komitetu (powiązany ze spółką – 0, niezależny – 1).

Dane odnoszące się do opisanych powyżej elementów determinujących w pewnym stopniu funkcjonowanie komitetów ds. ryzyka²⁸ zagregowane są następnie do wartości indeksu syntetycznego za pomocą formuły:

$$WJKR_j = \sum_{i=1}^3 \frac{T_{i,j}}{\max T}$$

gdzie:

- $WJKR_j$ – wskaźnik syntetyczny jakości komitetu ds. ryzyka dla j -tego banku,
- $T_{i,j}$ – wartość i -tego wskaźnika cząstkowego dla j -tego banku,
- $\max T$ – maksymalna możliwa do uzyskania wartość sumy indeksów cząstkowych.

Oszacowana w ten sposób wartość wskaźnika mieści się w przedziale $\langle 0, 1 \rangle$, gdzie wartość 0 oznacza bank, w którym nie powołano komitetu ds. ryzyka (większość banków w badanym okresie – patrz tabela 15), a 1 – bank, w którym istnieje komitet ryzyka, jego rada składa się w co najmniej 76% z członków niezależnych i członek niezależny pełni funkcję przewodniczącego komitetu (BZWBK w latach 2010–2014). Im wyższa zatem wartość wskaźnika WJKR_j, tym lepiej należy ocenić procedury związane z funkcjonowaniem komitetu ds. ryzyka w banku.

Przedstawione w tabeli 15 wartości wskaźnika w polskich bankach dowodzą wciąż małej popularności komitetów ds. ryzyka. Można zauważyć, że nawet wydarzenia globalnego kryzysu finansowego nie stały się dla banków powodem do ich zawiązywania. Na przestrzeni lat 2008–2010 tylko dwa banki zdecydowały się na powołanie komitetu ds. ryzyka, a w roku 2014 funkcjonował on jedynie w czterech podmiotach. Sytuacja uległa wyraźnej poprawie w 2015 r. i była prawdopodobnie wynikiem odpowiedzi na uregulowania ustawowe²⁹. Z przeglądu sprawozdań rad

²⁸ Autorka podjęła próbę wzbogacenia indeksu o dane odnoszące się do częstotliwości posiedzeń, liczby uchwał itp., jednak ograniczony zakres informacji na ten temat upublicznianych przez banki wymusił oparcie oceny funkcjonowania komitetu na opisanych elementach.

²⁹ Chodzi o wspomniany w podrozdz. 1.2.2.5 obowiązek do powołania w ramach rady nadzorczej komitetów do spraw ryzyka w tzw. bankach istotnych.

nadzorczych wynika jednak, że w większości komitety te były powoływane uchwałami z listopada lub grudnia 2015 r., dlatego ich realny wpływ na działalność banków będzie można ocenić najwcześniej na podstawie danych z 2016 r.

Tabela 15. Wskaźnik jakości komitetu ds. ryzyka (WJKR) w bankach notowanych na GPW

Nazwa banku	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Średnia
Alior Bank	-	-	-	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00	0,6	0,15
Bank BPH	0,00	0,00	0,00	0,20	0,20	0,20	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,24
Bank Handlowy	0,00	0,00	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,33
BGŻ	-	-	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BOŚ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BZ WBK	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,53
DZ Polska	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	-	-	-	0,00
Idea Bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00	0,00
ING	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,4	0,04
Kredyt Bank	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	-	0,00
Mbank	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
Millennium	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,6	0,05
Noble Bank	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nordea Bank	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,00
Paribas Fortis	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	0,00
Pekao	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,6	0,05
PKO BP	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,6	0,05

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowując dokonaną w tym podrozdziale charakterystykę wybranych standardów nadzoru związanych z funkcjonowaniem rad nadzorczych, można stwierdzić, że polskie banki publiczne nadzorowane są w większości przez relatywnie liczne rady nadzorcze, w których udział członków niezależnych jest silnie zróżnicowany (w ostatnim roku objętym analizą wahał się od 22 do 67%). Przeciętny stopień niezależności rady liczony jako średnia dla wszystkich banków wynosi ok. 50% i nie zmienia się wyraźnie na przestrzeni analizowanego okresu. Na czele rad nadzorczych coraz częściej staje przewodniczący powiązany ze spółką, relatywnie rzadko w radach zasiadają kobiety. Również powoływanie komitetu ds. ryzyka nie było do 2014 r. popularne, jednak wprowadzony w 2015 r. ustawowy obowiązek wymusił na większości banków zawiązanie tego organu. Można zatem postawić tezę, że uwarunkowania instytucjonalne działają w przypadku rad polskich banków znacznie silniej niż rynkowe otoczenie makroekonomiczne lub społeczne (zjawiska kryzysowe nie spowodowały żadnych istotnych zmian w zakresie funkcjonowania rad, również presja społeczna na wprowadzanie parytetu płci wydaje się nie mieć większego znaczenia).

4.3.2. Struktura właścicielska banków notowanych na GPW

Struktura właścicielska spółki determinuje w pewnym zakresie potencjalne konflikty agencyjne oraz te mechanizmy nadzoru, które stają się szczególnie istotne dla ich łagodzenia. Jak wspomniano wcześniej, polskie banki publiczne cechuje występowanie akcjonariusza dominującego, zwykle w formie podmiotu zagranicznego (banku lub podmiotu z grupy kapitałowej tworzonej wokół zagranicznego banku). Zagadnienie powyższe uznać należy również za istotne z punktu widzenia toczącej się dyskusji o zasadności repolonizacji polskiego sektora bankowego³⁰. Strukturę właścicielską banków notowanych na GPW w latach 2005–2010 przedstawia tabela 16.

Tabela 16. Struktura właścicielska banków notowanych na GPW. Stan na 31 grudnia 2015 r.

Nazwa banku	Kraj pochodzenia akcjonariusza dominującego*	Kraj pochodzenia poprzedniego akcjonariusza dominującego	Wielkość pakietu akcji w rękach akcjonariusza dominującego (w %)**
1	2	3	4
Alior Bank	Polska***	Włochy do 2014 r.	19,97
Bank BPH	USA	Niemcy do 2007 r.	83,74

30 Patrz np. W. Zysk, *Zjawisko dezinvestycji zagranicznych – przypadek repolonizacji polskiego sektora bankowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 269, s. 259–271.

Tabela 16 (cd.)

1	2	3	4
Bank Handlowy	USA		75,00
BGŻ	Francja	Holandia do 2014 r.	88,33
BOŚ	Polska***		56,62
BZ WBK	Hiszpania	Irlandia do 2010 r.	69,41
DZ Polska	Niemcy		100 (w 2010 r.)
Idea Bank	Polska		66,19
ING	Holandia		75,00
Kredyt Bank	Belgia		80 (w 2012 r.)
Mbank	Niemcy		69,50
Millennium	Portugalia		50,10
Noble Bank	Polska		55,86
Nordea Bank	Szwecja		99,21 (w 2013 r.)
Paribas Fortis	Francja	Belgia do 2008 r.	85,00 (w 2014 r.)
Pekao	Włochy		50,10
PKO BP	Polska***		29,43
			Średnia: 67,85; mediana: 69,50

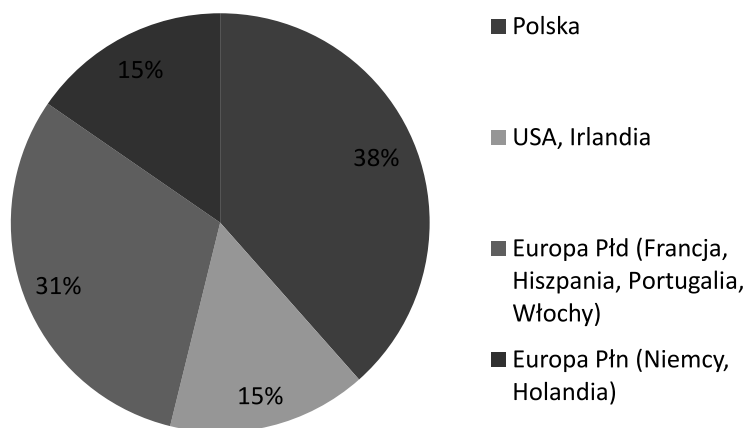
* W roku 2015 lub ostatnim roku notowania akcji na GPW.

** Wielkość pakietu akcji jest w przypadku banków na GPW identyczna lub bardzo zbliżona do udziału w liczbie głosów na WZA, dlatego autorka używa wymienne terminów „akcjonariusz dominujący” i „akcjonariusz strategiczny”.

*** Akcjonariusz dominujący jest kontrolowany pośrednio lub bezpośrednio przez Skarb Państwa.

Źródło: opracowanie własne.

Dane w tabeli 16 potwierdzają, że większość polskich banków publicznych w roku 2015 była kontrolowana przez kapitał zagraniczny (8 z 13 podmiotów notowanych w 2015 r.). Można również zauważyć, że inwestorzy zagraniczni mają tendencję do utrzymywania większego pakietu kontrolnego. Obserwacja ta dotyczy głównie właścicieli z USA, Holandii, Belgii, Niemiec i Szwecji. Warto również wspomnieć, że w trzech podmiotach z polskim kapitałem dominującym zaangażowany był Skarb Państwa, a w dwóch pozostałych pakiet kontrolny należał do osoby fizycznej (L. Czarneckiego).



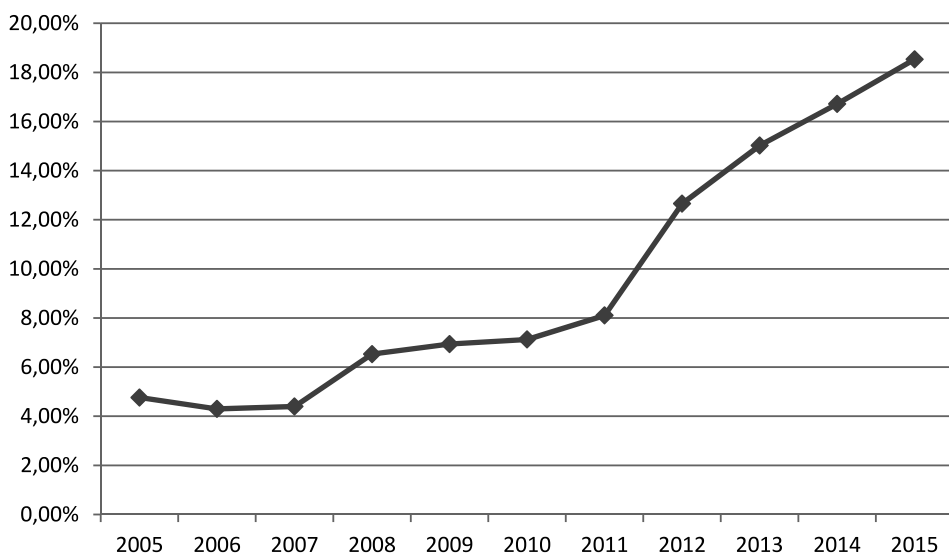
Wykres 3. Kraj pochodzenia akcjonariuszy dominujących w polskich bankach publicznych, stan na dzień 31 grudnia 2015 r.

Źródło: opracowanie własne.

Na wykresie 3 przedstawiono graficznie strukturę właścicielską ze względu na kraj akcjonariusza dominującego. Przyjmując dodatkowo umowy podział Europy na Południową i Północną, można stwierdzić, że spośród banków kontrolowanych przez akcjonariat zagraniczny dominującą część stanowiły banki z inwestorem europejskim, w tym przede wszystkim pochodzącym z południowych krajów Europy, najmniejszy odsetek stanowiły banki kontrolowane przez podmioty z krajów anglosaskich³¹ oraz Europy Północnej, a niemal 40% ogólnej liczby banków pozostawało pod kontrolą krajowego akcjonariatu. Charakterystyczny jest fakt, że pomimo postępujących procesów globalizacji i liberalizacji obserwowanych również w sektorze usług finansowych w bankach notowanych na GPW brak jest strategicznego kapitału pochodzącego spoza Europy i Stanów Zjednoczonych.

Akcje pozostające poza portfelami akcjonariuszy dominujących znajdują swoich nabywców m.in. wśród inwestorów instytucjonalnych, z których najbardziej znaczącą grupę stanowią Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE). Wielkość pakietów pozostających w rękach krajowych OFE jest, po pierwsze, najbardziej znacząca, jeśli chodzi o zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych, po drugie natomiast – jest dobrze raportowana i ujawniana w sferze publicznej. Dlatego autorka, analizując kwestię udziału inwestorów instytucjonalnych we własności, zdecydowała się na zawężenie analiz do OFE.

³¹ W przypadku badanej populacji przez termin „kraje anglosaskie” autorka rozumieć będzie USA i Irlandię.



Wykres 4. Udział pakietów akcji w rękach OFE (średnia dla wszystkich banków notowanych na GPW)

Źródło: opracowanie własne.

Dane przedstawione na wykresie 4 dowodzą, że przeciętne zaangażowanie OFE w udziale we własności w polskich bankach publicznych systematycznie wzrastało w badanym okresie. Na rynku można było jednak zaobserwować również i takie banki publiczne, których akcje nie znajdowały się w portfelu OFE (BGŻ w latach 2012–2015, BOŚ w latach 2005–2011, DZ Polska, Nordea Bank i Paribas Fortis do 2013 r.).

Należy zauważyć, że w badanej populacji brak zaangażowania OFE można było zaobserwować w sytuacji zwiększonego zaangażowania inwestora dominującego (w bankach, w które OFE nie inwestują, udział akcjonariusza strategicznego wynosi co najmniej 75%³²). Nie można jednak przesądzać o istnieniu tego rodzaju negatywnej korelacji, choć obserwacja danych dotyczących pozostałych banków pozwala stwierdzić, że OFE nie zakupują akcji banków, w których koncentracja własności przekracza 97%.

Analiza struktury akcjonariatu banków notowanych na GPW w latach 2005–2015 potwierdza przytoczone w podrozdz. 1.2.2.1 spostrzeżenia na temat silnej koncentracji kapitału (w większości w rękach zagranicznych akcjonariuszy). Pozwalają one przypuszczać, że zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych jest zjawiskiem pozytywnym przy założeniu, że będą aktywnie korzystać z posiadanych praw własności. Należy podkreślić, że mają oni potencjalnie większe możliwości monitorowania

32 Wyjątkiem był bank BOŚ w 2005 r., w którym przy braku zaangażowania OFE koncentracja kapitału w rękach dominującego akcjonariusza wyniosła 47,5%.

spółki i oddziaływania na nią niż przeciętny inwestor nieprofesjonalny³³. Mogą spotykać się z członkami rady nadzorczej, publicznie wyrażać opinię na profesjonalnych formach inwestycyjnych lub wyjść z inwestycji, co w przypadku większej liczby akcji będzie negatywnie oddziaływało na ich cenę.

Z punktu widzenia przedstawionej charakterystyki struktury właścicielskiej należy dostrzec istotną rolę standardów nadzoru korporacyjnego w obszarze funkcjonowania rad nadzorczych, w tym przede wszystkim stopnia ich uniezależnienia od akcjonariusza dominującego. W obliczu silnej presji strategicznego udziałowca kluczowa staje się również postawa prezesa i bodźców motywujących go do działania zgodnie z interesami spółki (niekiedy odmiennymi od interesów właścicieli i zagranicznych spółek-matek).

4.3.3. Osoba prezesa i wynagrodzenie kadry kierowniczej polskich banków publicznych

Klasyczne założenia teorii agencji upatrują istoty konfliktu agencyjnego w relacjach pomiędzy właścicielami a kadrami zarządzającą spółki. W sytuacji występowania silnego akcjonariusza dominującego ów potencjalny konflikt agencyjny na linii właściciel – menedżer można w polskich bankach rozpatrywać w co najmniej dwóch wariantach. W pierwszym, akcjonariusz większościowy, reprezentowany zwykle przez zagraniczny podmiot, dążyć może do forsowania własnych interesów, podczas gdy prezes polskiego banku będzie wykazywał się większą dbałością o interesy rodzimej spółki. Alternatywnie, właściciel będzie miał na uwadze dobro banku, natomiast prezes będzie dążył do realizacji swoich partykularnych celów (najczęściej finansowych)³⁴.

W kontekście powyższych rozważań warto przyjrzeć się w pierwszej kolejności obywatelstwu prezesów polskich banków publicznych. Desygnowanie do roli prezesa osoby pochodzącej z kraju akcjonariusza dominującego pozwala domniemywać, że będzie ona działała na rzecz spółki-matki, choć należy zaznaczyć, że nie zawsze oznacza to działanie wbrew interesom banku w Polsce. W tabeli 17 ujęto te podmioty, na czele których w okresie objętym analizą stał prezes nieposiadający polskiego obywatelstwa.

33 M. Marcinkowska, *Corporate...*, s. 165.

34 Można założyć jeszcze trzecią opcję, w przypadku której właściciel realizować będzie interesy spółki matki, a prezes – swoje interesy. Można w takiej sytuacji przypuszczać, że działalność w interesie banku zależeć będzie od zaangażowania mniejszościowych akcjonariuszy, niezależnych członków rady i siły przetargowej zewnętrznych interesariuszy (klientów, deponentów itp.).

Tabela 17. Prezesi z zagranicznym obywatelstwem w bankach publicznych w Polsce

Nazwa banku	Okres	Nazwisko prezesa	Kraj pochodzenia prezesa	Kraj pochodzenia akcjonariusza dominującego	Niezależność przewodniczącego rady nadzorczej*	Udział niezależnych członków w radzie nadzorczej (w %)*
Pekao	2012–2015	Luigi Lovaglio	Włochy	Włochy	tak	67
Kredyt Bank	2006–2007	Ronald Richardson	Belgia	Belgia	tak	56
Millenium	2014–2015	Joao Nuno Lima Bras Jorge	Portugalia	Portugalia	nie	50
BPH	2010–2015	Richard Gaskin	Wielka Brytania	USA (2008–2015)	tak	46
Paribas Fortis	2007–2014	Alexander Paklons (2007–2009), Frédéric Amoudru (2010–2014)	Belgia, Francja	Belgia do 2008, Francja (2009–2014)	nie nie	29 43
DZ Polska	2005–2010	Rainer Fuhrmann	Niemcy	Niemcy	nie	17

* W roku powołania prezesa.

Źródło: opracowanie własne.

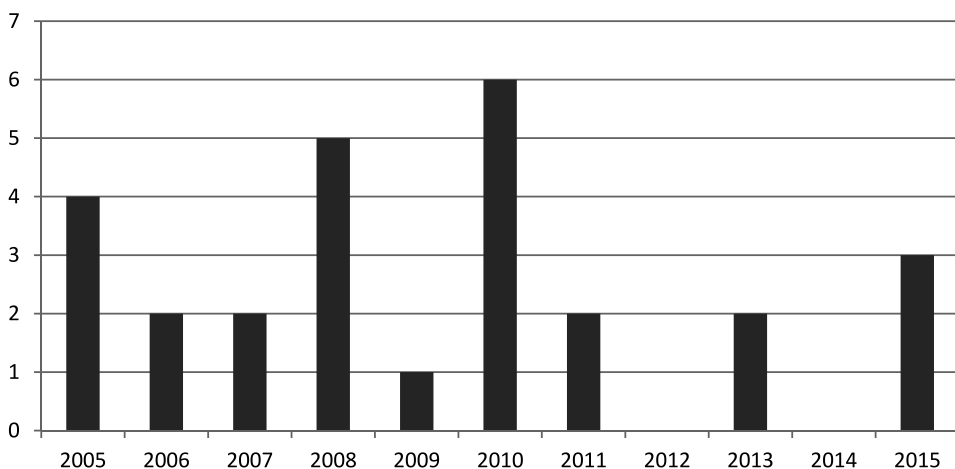
Informacje zawarte w tabeli 17 wskazują na to, iż opisana powyżej sytuacja, w której prezes banku z zagranicznym akcjonariuszem dominującym nie posiada obywatelstwa polskiego, występowała w badanym okresie relatywnie rzadko (6 banków na 13 ze strategicznym akcjonariuszem z zagranicy)³⁵. Tylko w przypadku DZ Polska był to cały okres obecności banku na GPW. Można również zaobserwować fakt, że, choć prezes powoływany jest przez radę nadzorczą, to wpływ kraju pochodzenia akcjonariusza dominującego w tych przypadkach wydaje się mieć niewątpliwe znaczenie, co wynika prawdopodobnie z osób reprezentujących akcjonariusza zasiadających w radzie nadzorczej. Jedynie w banku BPH występuje rozbieżność pomiędzy krajem pochodzenia podmiotu dominującego a osobą prezesa. Należy jednak nadmienić, że prezes BPH, Richard Gaskin, od 1999 r. związany był z amerykańską grupą kapitałową General Electric (w skład której

³⁵ W bankach z polskim akcjonariuszem dominującym funkcję prezesa w badanym okresie w każdym przypadku pełniła osoba z polskim obywatelstwem.

wchodzi BPH), co prawdopodobnie przesądziło o jego nominacji na prezesa banku w Polsce.

W tabeli 17 uwzględniono dodatkowo informacje o niezależności rady nadzorczej w roku wyboru poszczególnych prezesów. Można zauważyć, że rady spełniające formalne przesłanki silnej niezależności (większość członków niezależnych, niezależny przewodniczący rady) również podlegają wpływom dominujących właścicieli, na przykład w obszarze wyboru kadry zarządzającej. Raz jeszcze należy podkreślić, że działania takie nie mogą zostać sklasyfikowane jako jednoznacznie negatywne. Przyczyny wyboru prezesa wskazanego przez akcjonariusza mogą wiązać się z jego doświadczeniem i dobrą znajomością rynku usług finansowych, co przekładać się może na korzystne dla banku działania zarządcze.

Kwestię obywatelstwa prezesów rozpatrywać można również w aspekcie danych o rotacji na stanowisku prezesa. W badanym okresie do zmian na tym stanowisku doszło w analizowanych bankach 27 razy, przy czym najczęściej (17 razy) ustępujący i następca prezesa legitymowali się polskim obywatelstwem, w ponad 25% przypadków (7 razy) następowała zamiana prezesa Polaka na obcokrajowca, dwukrotnie prezes z zagranicy zastępowany był Polakiem i jeden raz obywatel zagraniczny zastąpił osobę bez polskiego obywatelstwa. W przypadku dziewięciu zmian, które miały miejsce w bankach z polskim akcjonariuszem strategicznym, zawsze obywatel z Polski zastępowany był Polakiem. Na tle powyższych rozważań rysuje się niechęć do zatrudniania przez polskich właścicieli prezesów z zagranicy. Natężenie zmian na stanowisku prezesa obrazuje wykres 5.



Wykres 5. Liczba zmian na stanowiskach prezesa w bankach notowanych na GPW
Źródło: opracowanie własne.

Potwierdzony przez P. Urbanka na próbie z wszystkich spółek giełdowych brak tendencji do wzmożonej fluktuacji na stanowiskach zarządczych podczas kryzysu³⁶ nie potwierdza się przy ograniczeniu obserwacji do banków notowanych na GPW. Na wykresie 5 widoczna jest większa skłonność do powoływania nowego prezesa w latach 2008 i 2010. Autorka sprawdziła dodatkowo, czy liczba rotacji w roku 2008 i 2010 nie jest wynikiem zakończenia kadencji prezesów powołanych w 2005 (kadencja zarządu w bankach w Polsce trwa zwykle 3–5 lat). Okazało się jednak, że w przypadku trzech banków wybór nowego prezesa nastąpił w 2005 r., a następnie w 2008–2010 r. Przy czym tylko w jednym podmiocie (BOŚ Banku) zmiana podczas kryzysu wiązała się z upływem kadencji zarządu.

Zaobserwowane w radach nadzorczych niewielkie zróżnicowanie pod względem płci potwierdza się również w przypadku osób pełniących funkcje prezesów. W badanym okresie na stanowisku prezesa kobieta zasiadała jedynie w przypadku banku Pekao w latach 2010–2011 oraz ING w latach 2010–2015. Można zatem postawić tezę, że „męskie rady” wybierają mężczyzn do pełnienia najwyższych funkcji kierowniczych.

Prawdopodobieństwo przedkładania własnych interesów lub sprzecznych z interesami spółki interesów akcjonariusza dominującego nad długookresowe bezpieczeństwo banku w Polsce może być minimalizowane poprzez odpowiednio skonstruowany system wynagradzania. Z punktu widzenia rozważań nad stabilnością banków, szczególną rolę w tym obszarze pełnią długookresowe programy motywacyjne (*Long-Term Incentive Plans*, LTIP). Ich wprowadzenie stanowi, po pierwsze, motywację dla menedżerów do dbałości o interesy banku, po drugie – wydłuża horyzont czasowy, w którym planują oni swoje działania i przewidują ich konsekwencje. Biorąc zatem pod uwagę opisaną w podrozdz. 1.2.2.3, ułomność instrumentów wynagradzania takich jak krótkookresowe premie wypłacane głównie w formie wynagrodzenia gotówkowego³⁷, kluczowe dla stabilności banku wydają się być wdrożenie i konstrukcja LTIP.

Do analizy tego zagadnienia autorka posłużyła się indeksem długookresowych programów motywacyjnych stworzonym przez A. Słomkę-Gołębiowską i P. Urbanka³⁸. Indeks ten agreguje do jednej wartości informacje odnoszące się do formy i okresu odroczenia wypłaty, sposobu zatwierdzania programów wynagradzania, grup pracowników objętych programem itp. Szczegółowy zestaw zmienionych wchodzących w skład indeksu zaprezentowano w tabeli 18.

36 P. Urbanek, *Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 1–2, s. 19–34.

37 Autorka rozpatruje ułomność pod kątem motywacji do dbałości o długookresową stabilność banku.

38 A. Słomka-Gołębiowska, P. Urbanek, *How to Evaluate the Quality of Remuneration Policy? Evidence from the Polish Banking Sector*, 2017, mps (wykorzystany w monografii wskaźnik długoterminowych programów motywacyjnych jest jednym z trzech wskaźników cząstkowych tworzących indeks przedstawiony w cytowanym artykule).

Tabela 18. Zmienne wchodzące w skład indeksu długookresowych programów motywacyjnych

Indeks długoterminowych programów motywacyjnych	Wskaźnik częściowy
Bank stosuje LTIP	0-1
Oparcie długoterminowego programu na papierach wartościowych banku	0-1
Zatwierdzanie programów motywacyjnych przez WZA	0-1
Zakres długoterminowego programu motywacyjnego – kategorie pracowników objętych programem	Brak programów – 0 Tylko zarząd – 1 Zarząd i kierownictwo – 2 Zarząd, kierownictwo, pracownicy – 3
Okres odroczenia realizacji uprawnień	Mniej niż 3 lata – 0 3 lata – 1 4 lata – 2 5 lat i więcej – 3
Warunki nabycia uprawnień obejmują analizę wyników banku na tle konkurencji	0-
Warunki nabycia uprawnień obejmują indywidualne kryteria oceny pracowników włączonych do programu	0-1
Stosowanie dyskonta cenowego przy ustalaniu ceny realizacji opcji	0-1
Stosowanie mechanizmu indeksowania opcji	0-1
Inne warunki nabycia uprawnień niż tylko zatrudnienie w banku	0-1

Źródło: A. Słomka-Gołębiowska, P. Urbanek, *How to Evaluate the Quality of Remuneration Policy? Evidence from the Polish Banking Sector*, 2017, mps.

Na podstawie sumy wskaźników częściowych skonstruowano indeks WLTI_{Pj}, którego formuła odpowiada formule wskaźnika komitetu ryzyka zaprezentowanego w podrozdz. 4.4.1.1:

$$WLTI_{Pj} = \sum_{i=1}^{10} \frac{T_{i,j}}{\max T}$$

gdzie:

- $WLTI_{Pj}$ – wskaźnik długoterminowych programów motywacyjnych dla j -tego banku;
- $T_{i,j}$ – wartość i -tego wskaźnika częściowego dla j -tego banku;
- $\max T$ – maksymalna możliwa do uzyskania wartość sumy indeksów częściowych.

Wartość wskaźnika dla poszczególnych banków w badanym okresie zawiera tabela 19. Zaprezentowano w niej dodatkowo wartości średniej w układzie przekrojowym oraz średniej i mediany dla poszczególnych lat objętych badaniem.

Tabela 19. Wskaźnik długookresowych programów motywacyjnych dla banków notowanych na GPW

Nazwa banku	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Średnia
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Alior Bank	-	-	-	-	-	-	-	0,429	0,357	0,357	0,357	0,38
Bank BPH	0,000	0,000	0,000	0,357	0,571	0,571	0,571	0,429	0,429	0,429	0,429	0,34
Bank Handlowy	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,071	0,214	0,214	0,10
BGŻ	-	-	-	-	-	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,00
BOŚ	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,357	0,357	0,357	0,357	0,13
BZWBK	0,286	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500	0,571	0,429	0,429	0,47
DZ Polska	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-	-	-	-	-	0,00
Idea Bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,000	0,00
ING	0,714	0,714	0,714	0,714	0,714	0,714	0,714	0,714	0,714	0,643	0,643	0,70
Kredyt Bank	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-	-	-	0,00
mBank	0,143	0,214	0,214	0,643	0,643	0,643	0,643	0,643	0,714	0,571	0,571	0,51
Millennium	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,00
Noble Bank	-	-	0,000	0,000	0,000	0,000	0,500	0,429	0,500	0,429	0,000	0,21
Nordea Bank	0,000	0,000	0,214	0,214	0,214	0,214	0,357	0,357	0,357	-	-	0,21
Paribas Fortis	0,000	0,000	0,429	0,429	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-	0,09

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Pekao	0,786	0,786	0,786	0,714	0,643	0,571	0,571	0,571	0,571	0,286	0,286	0,60
PKO BP	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,00
Średnia	0,154	0,176	0,209	0,260	0,240	0,235	0,281	0,300	0,332	0,286	0,253	0,220
Mediana	0,000	0,000	0,036	0,143	0,036	0,036	0,214	0,357	0,357	0,357	0,286	0,130

Źródło: A. Słomka-Gołębiowska, P. Urbanek, *How to Evaluate the Quality of Remuneration Policy? Evidence from the Polish Banking Sector*, 2017, mps.

Analiza przedstawionych w tabeli 19 wartości wskaźników pozwala zauważyć kilka istotnych kwestii. Po pierwsze, 6 spośród 17 banków w całym badanym okresie nie wdrożyło długookresowych programów motywacyjnych w swoich systemach wynagradzania, a 2 banki (Paribas Fortis i Noble Bank) po wprowadzeniu LTIP w relatywnie krótkim czasie z nich zrezygnowały (odpowiednio po 2 i 4 latach). Po drugie, istotną poprawę poziomu średniej i mediany wskaźnika LTIP można było zaobserwować w roku 2008 (na skutek wprowadzenia programu przez BPH i poprawy jego jakości w mBanku), a następnie (w wyniku wprowadzenia LTIP w bankach Noble i Nordea) w roku 2011. Należy podkreślić, że zgodnie z Uchwałą Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 r. banki zobowiązane są do stosowania wynagrodzenia zmiennego odroczonego, które powinno składać się z akcji lub odpowiadającym im tytułom własności³⁹. Zaskakujące jest to, że pomimo obowiązujących przepisów tej uchwały część podmiotów wciąż nie stosuje takich instrumentów. Można ponadto zaobserwować, że wartość indeksu od 2014 r. zaczęła spadać, choć to właściwa konstrukcja systemów wynagradzania jest uważana za element, który mógłby zapobiegać występowaniu zjawisk kryzysowych. Biorąc pod uwagę dane o poszczególnych podmiotach, najwyższy poziom wskaźnika osiągnął bank Pekao w latach 2005–2007, natomiast średnio w całym badanym okresie – bank ING. Jednak zarówno w przypadku Pekao, jak i ING w 2014 r. odnotowano spadek jakości LTIP mierzony za pomocą zaprezentowanego wskaźnika.

Reasumując dane odnoszące się do charakterystyki osoby prezesa i konstrukcji długoterminowych programów motywacyjnych, należy stwierdzić, że występowanie zagranicznego akcjonariusza wiąże się niekiedy z desygnowaniem do roli prezesa oso-

³⁹ Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku.

by reprezentującej kraj pochodzenia spółki dominującej. Należy jednak podkreślić, że w przypadku większości obserwacji na czele kadry zarządzającej stoi osoba z obywatelstwem polskim, tylko w przypadku banku DZ Polska w całym okresie analizy prezes pochodził z zagranicy. Relatywnie rzadko pracom zarządu przewodniczy kobieta.

Dodatkowo analizie poddano wartość wskaźnika charakteryzującego jakość długoterminowych programów motywacyjnych uznanych przez autorkę jako czynnik istotny w kształtowaniu polityki stabilizacyjnej banku. Dane odnoszące się do wartości wskaźnika oraz tendencji w kształtowaniu się jego poziomu w badanym okresie pozwalają domniemywać, że polskie banki publiczne nie przywiązują większej wagi do tego rodzaju instrumentu, szczególnie w okresie względnego braku perturbacji na rynkach finansowych.

4.3.4. Współczynnik wypłacalności

Poza charakterystyką wybranych standardów nadzoru korporacyjnego warto przyrzeć się podstawowej mierze bezpieczeństwa banków, jaką stanowi współczynnik wypłacalności⁴⁰. Dane dotyczące jego wartości w poszczególnych latach objętych badaniem przedstawia tabela 20.

Tabela 20. Współczynnik wypłacalności w bankach notowanych na GPW

Nazwa banku	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Średnia
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Alior Bank	-	-	-	-	-	-	-	0,17	0,12	0,13	0,13	0,14
Bank BPH	0,13	0,12	0,15	0,12	0,13	0,13	0,14	0,14	0,16	0,17	0,17	0,14
Bank Handlowy	0,15	0,14	0,13	0,12	0,17	0,19	0,16	0,18	0,18	0,18	0,17	0,16
BGŻ	-	-	-	-	-	-	0,10	0,12	0,13	0,14	0,13	0,12
BOŚ	0,11	0,12	0,16	0,12	0,13	0,12	0,12	0,15	0,13	0,14	0,12	0,13
BZ WBK	0,16	0,15	0,13	0,11	0,13	0,16	0,15	0,17	0,14	0,13	0,15	0,14
DZ Polska	0,17	0,15	0,12	0,12	0,13	0,14	-	-	-	-	-	0,14

⁴⁰ Argumenty na rzecz uznania wskaźnika wypłacalności za podstawową miarę stabilności przedstawiono w podrozdz. 2.2.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Idea Bank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,15	0,15
ING	0,19	0,16	0,13	0,10	0,12	0,13	0,12	0,15	0,17	0,14	0,14	0,14
Kredyt Bank	0,16	0,14	0,10	0,09	0,12	0,13	0,13	0,13	-	-	-	0,12
Mbank	0,11	0,10	0,10	0,10	0,12	0,16	0,15	0,19	0,19	0,15	0,17	0,14
Millennium	0,19	0,14	0,14	0,10	0,11	0,14	0,13	0,14	0,15	0,15	0,17	0,14
Noble Bank	-	-	0,22	0,14	0,09	0,10	0,10	0,12	0,12	0,13	0,14	0,13
Nordea Bank	0,12	0,10	0,12	0,09	0,10	0,11	0,10	0,14	0,14	-	-	0,11
Paribas Fortis	0,11	0,11	0,12	0,10	0,13	0,14	0,12	0,14	0,12	0,13	-	0,12
Pekao	0,19	0,17	0,12	0,12	0,16	0,18	0,17	0,19	0,19	0,17	0,18	0,17
PKO BP	0,14	0,12	0,12	0,11	0,15	0,12	0,12	0,13	0,14	0,13	0,15	0,13
Średnia	0,15	0,13	0,13	0,11	0,13	0,14	0,13	0,15	0,15	0,14	0,15	
Mediana	0,15	0,14	0,12	0,11	0,13	0,13	0,12	0,14	0,14	0,14	0,15	

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione w tabeli 20 dane wskazują na spadek wartości wskaźnika w niemal wszystkich bankach w latach 2006, 2008 i 2011. Przyczyn takiego stanu rzeczy⁴¹ w roku 2006 upatrywać można we wprowadzeniu dyrektyw implementujących na grunt prawa europejskiego postanowienia Nowej Umowy Kapitałowej. Wprowadzały one m.in. konieczność uwzględniania ryzyka rynkowego oraz ryzyka operacyjnego do oszacowań wskaźnika wypłacalności, co mogło wpłynąć na jego obniżenie. Rok 2008 uznawany jest za początek rok kryzysu *subprime* w Polsce, należy zatem przypuszczać, że banki w kalkulacjach wskaźnika wypłacalności uwzględniły zwiększone ryzyko związane z posiadanym portfelem aktywów. Rok 2011 to początek wychodzenia z kryzysu, ale również wejście w życie

41 W niniejszym podrozdziale wskazano potencjalne przyczyny odchylenia wskaźników związane głównie z występowaniem zjawisk kryzysowych i zmian uwarunkowań instytucjonalnych. Przeprowadzona w podrozdz. 4.4 analiza ekonometryczna zweryfikuje dodatkowo istnienie przyczyn innych niż te wynikające z otoczenia makroekonomicznego.

uchwały KNF⁴² implementującej postanowienia Dyrektywy CRD III⁴³, a także rok ogłoszenia wytycznych III Reżimu Bazylejskiego, zgodnie z którymi banki zostały zobligowane m.in. do podnoszenia jakości posiadanych kapitałów (kapitał Tier 3 został usunięty z formuły szacowania wskaźnika wypłacalności)⁴⁴. Przede wszystkim warto jednak wskazać na wypełnianie przez wszystkie analizowane podmioty obowiązku utrzymywania wskaźnika wypłacalności na minimalnym poziomie 8%, niezależnie od zmieniających się metod jego kalkulacji. Nawet w okresie kryzysu zarówno średnia, jak i mediana przekraczały ustawowy próg minimalny i tylko nieliczne banki (Kredyt Bank, Noble Bank i Nordea) zbliżyły się w roku 2008 lub 2009 do wartości progowej (odnotowując wskaźnik na poziomie 9%). Można zatem stwierdzić, że oceniając stabilność polskich banków publicznych na podstawie współczynnika wypłacalności, są one w wystarczającym stopniu wyposażone w kapitały wysokiej jakości i wydarzenia kryzysowe jedynie nieznacznie tę stabilność zachwiały.

Próba odniesienia poziomu współczynnika wypłacalności w bankach notowanych na GPW do innych banków w Europie lub Stanach Zjednoczonych w oparciu o ogólnodostępne statystyki międzynarodowe jest utrudniona. Europejski Bank Centralny publikuje dane dotyczące tzw. znaczących instytucji (*significant institutions*, SIs)⁴⁵. Nie różnią się one istotnie od średnich dla banków notowanych na GPW⁴⁶. Bank Światowy z kolei uwzględnia w swoich statystykach relację kapitału do aktywów⁴⁷, która nie odzwierciedla poziomu ryzyka związanego z aktywną stroną bilansu⁴⁸.

42 Uchwała nr 258/2011 KNF...

43 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE...

44 Należy jednak zauważyć, że postanowienia Bazylei III zostały wprowadzone do polskiego prawa pakietem CRD IV/CRR z 2013 r. Można jednak upatrywać w nich przyczyny zmian w 2011 r., zakładając, że nie czekając na ustawowe regulacje, banki wcześniej rozpoczęły proces przygotowania się do wdrażania wytycznych.

45 Kryteria zakwalifikowania banku do tej grupy obejmują jego wielkość, znaczenie ekonomiczne, skalę działalności na rynku międzynarodowym i zakres korzystania z bezpośredniej pomocy publicznej (szczegóły patrz na stronie: *What Makes a Bank Significant?*, <https://www.banking-supervision.europa.eu/banking/list/criteria/html/index.en.html> (dostęp 01.08.2017).

46 Porównano dane dla lat 2005–VI 2012 oraz 2014–2015 na podstawie: European Banking Authority, *EU Banking Structures*, September 2010, s. 29; European Banking Authority, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2015*, 2015, s. 7; K. Kil, B. Baraniecki, *Analiza bezpieczeństwa finansowego banków w Polsce i pozostałych krajach Unii Europejskiej z wykorzystaniem indeksu Z-score*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, cz. 1, s. 272.

47 The World Bank, *Bank Capital to Assets Ratio (%)*, <http://data.worldbank.org/indicator/FB.BNK.CAPA.ZS?locations=PL-EU-US> (dostęp 01.08.2017).

48 Opublikowane na stronie Banku Światowego dane wskazują na wysokie pokrycie aktywów kapitałem w Stanach Zjednoczonych (znacząco wyższe niż w UE i Polsce). Doświadczenia kryzysu finansowego dowiodły ułomności tego wskaźnika w monitorowaniu bezpieczeństwa banków.

4.4. Determinanty stabilności – analiza ekonometryczna

4.4.1. Opis populacji

Standardy nadzoru determinujące stabilność polskich banków publicznych zweryfikowano na podstawie danych panelowych obejmujących obserwacje dotyczące 17 banków w okresie 2005–2015. Na podstawie przeglądu sprawozdań finansowych, sprawozdań zarządu, raportów i uchwał rad nadzorczych oraz raportów o adekwatności kapitałowej skonstruowano bazę danych zawierającą łącznie 14 zmiennych charakteryzujących nadzór korporacyjny oraz wielkość i wypłacalność banków. Dodatkowo, w konstrukcji modeli uwzględniono zmiany w otoczeniu instytucjonalnym i makroekonomicznym, wprowadzając zmienną zero-jedynkową dla oznaczenia okresu po globalnym kryzysie finansowym, wprowadzeniu Dyrektywy CRD III oraz ogłoszeniu wytycznych III Reżimu Bazylejskiego (lata 2012–2015)⁴⁹.

Badanie obejmujące 17 z 20 banków⁵⁰ notowanych na GPW w latach 2005–2015 uznać należy za tzw. badanie pełne obejmujące całą populację banków publicznych w Polsce⁵¹. Panel jest jednak niezbilansowany, jako że Alior Bank, BGŻ, DZ Polska, Idea Bank, Noble Bank, Nordea i Paribas Fortis nie były notowane na GPW w całym badanym okresie, dlatego liczba obserwacji wyniosła 151.

4.4.2. Charakterystyka zmiennych i przewidywane zależności

Modele szacowano na podstawie wszystkich dostępnych wartości, również odstających. Należy podkreślić, że w przypadku mikrodanych panelowych heterogeniczność według czasu i grup (wewnątrz grup i pomiędzy grupami) jest immanentną cechą obserwacji. Modele szacowane na podstawie tego typu danych mogą nie uwzględniać występowania owej heterogeniczności (modele typu *pooled*) lub kwantyfikować ją w postaci efektów stałych (*fixed effects*, FE) lub losowych (*random effects*, RE). W dal-

49 Autorka szacowała początkowo dwa rodzaje modeli dla dwóch różnych zmiennych binarnych wyznaczających dwa podokresy. Pierwsza – przyjmowała wartość 1 dla lat 2011–2015 oznaczających okres po kryzysie. Druga (1 dla lat 2012–2015) oznaczała reakcję na przyjęcie i wdrożenie wytycznych bazylejskich. Wszystkie modele okazały się być lepiej dopasowane w przypadku zmiennej równej 1 dla lat 2012–2015, dlatego dla zachowania przejrzystości pracy tylko ta zmienna będzie uwzględniana w dalszej części rozdziału. Można założyć, że odnosi się ona zarówno do reakcji na zmiany instytucjonalne związane z wytycznymi bazylejskimi, jak i „opóźnionej” reakcji na kryzys.

50 Powody wyłączenia z analizy Banku Austria, Uni Credit i Getin Holding wymieniono w podrozdz. 4.3.

51 Więcej o badaniach całej populacji patrz: M. Gruszczyński, *Empiryczne...*, s. 40–42.

szej części rozdziału zdecydowano się na szacowanie modeli *pooled* i *fixed* oraz *random effects* według czasu i grup. Celem zidentyfikowania czynników determinujących współczynnik wypłacalności w badanych bankach estymowano pięć modeli: model bez wyróżniania wymiarów panelu w modelu regresji liniowej (*pooled*), modele ze stałymi oraz losowymi efektami czasowymi oraz efektami grupowymi.

Zmienne objaśniające dobrane zostały na podstawie analizy literatury i obejmowały trzy grupy:

- 1) zmienne opisujące standardy nadzoru korporacyjnego,
- 2) zmienne opisujące pozostałe charakterystyki nadzoru,
- 3) pozostałe zmienne (wielkość banku oraz zmienna binarna wyróżniająca podokres 2012–2015).

Zmienne charakteryzujące standardy nadzoru korporacyjnego uznać można za takie, które przesądzają o wysokiej jakości mechanizmów nadzorczych. Do tej grupy należą zatem zmienne dotyczące rady nadzorczej (liczebność, poziom niezależności oraz indeks jakości komitetu ryzyka), jakości długoterminowych programów motywacyjnych oraz zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych. Drugą grupę zmiennych stanowią pozostałe charakterystyki opisujące system *corporate governance*, które, zdaniem autorki, nie są uznawane za wyznaczniki wysokich standardów, jednak mogą w pewnym zakresie determinować bezpieczeństwo funkcjonowania banku. Grupę tę stanowią zmienne dotyczące zróżnicowania rady pod względem płci, polityki kadrowej (zmiany na stanowisku prezesa w roku poprzednim, a także obywatelstwa i płci prezesa) oraz zmienne charakteryzujące strukturę właścicielską (tj. wielkość udziału i kraj pochodzenia akcjonariusza dominującego). W ramach trzeciej grupy uwzględniono zmienną opisującą wielkość banku (logarytm naturalny z wartości aktywów razem, który jest najczęściej wykorzystywany do odzwierciedlenia tej wartości w badaniach ekonometrycznych⁵²) oraz zmienną binarną identyfikującą okres po wdrożeniu CRD III i ogłoszeniu postanowień Bazylei III.

Studia literaturowe nie przynoszą jednoznacznych rozstrzygnięć co do prawdopodobnego kierunku oddziaływania wymienionych zmiennych. W dostępnych autorce pozycjach nie odnaleziono empirycznej weryfikacji wpływu poszczególnych standardów nadzoru na wskaźniki stabilności. Ponadto, zaprezentowane w rozdziale 3 badania dotyczące wpływu nadzoru na efektywność i strukturę kapitału, które mogłyby stanowić punkt wyjścia do prognozowania znaków korelacji, również w większości nie dają jednoznacznych wyników.

Można jednak przypuszczać, że te mechanizmy *corporate governance*, które uważane są za spełniające przesłanki wysokich standardów nadzorczych, oddziaływać będą pozytywnie na wskaźniki stabilności banków. Zatem uznać należy, że stabilność jest tym większa, im większa jest **niezależność rady nadzorczej**. Nie-

52 G. Kiel, G. Nicholson, *Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience In-forms Contrasting Theories of Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review” 2003, vol. 11, no. 3, s. 189–205.

zależni członkowie rekrutowani często z grona specjalistów z zakresu finansów i bankowości wpływać powinni pozytywnie na strategię bezpieczeństwa banku. Szczególną rolę w tym zakresie pełni przewodniczący rady. Pozwala to przypuszczać, że **niezależność przewodniczącego** będzie również elementem korzystnie oddziałującym na wskaźniki stabilności.

Autorka zakłada również, że większą dbałość o stabilność wykazują **mniej liczne rady**, jako że łatwiej im jest osiągać konsensus, a podejmując jednoznaczne wspólne decyzje, mają większą siłę przetargową w konfrontacji z kierownictwem. Trzeba bowiem zauważyć, że działania wzmacniające stabilność mogą spotykać się ze sprzeciwem ze strony zarządzających (mogą na przykład ograniczać krótkookresowy zysk, a co za tym idzie – zmienną część wynagrodzenia *managementu*).

Wyodrębnienie w strukturach rady **komitetu ds. ryzyka** i jego jakość mierzona poziomem niezależności członków i przewodniczącego wydaje się nie budzić zastrzeżeń co do przypuszczalnego kierunku oddziaływania na stabilność. Komitet ryzyka powinien stać na straży bezpieczeństwa działań banku, dlatego też hipotezę o pozytywnym oddziaływaniu zaproponowanego przez autorkę indeksu jakości komitetu na stabilność uznać można za bezdyskusyjną.

Za dodatkowy mechanizm stabilizujący bank uznać należy **wdrożenie i właściwą konstrukcję długookresowych programów motywacyjnych**. Perspektywa odroczonego wynagrodzenia opartego w głównej mierze na instrumentach udziałowych zwiększa prawdopodobnie dbałość menedżerów o bezpieczeństwo banku w długim horyzoncie czasowym.

Jak zaakcentowano w podrozdz. 4.1.1, skoncentrowana struktura własności w polskich bankach sprawia, że o wysokich standardach nadzorczych przesądząją w istotnej mierze mechanizmy łagodzące konflikt pomiędzy akcjonariuszem dominującym a akcjonariuszami mniejszościowymi. Dlatego też **zaangażowanie inwestorów instytucjonalnych**, stanowiących ważną kategorię akcjonariatu mniejszościowego, uznać należy za zjawisko zwiększające bezpieczeństwo funkcjonowania banku. Jak podkreśla A. Soldek, „pozostali mniejszościowi akcjonariusze traktują fundusze emerytalne jako sojuszników i oczekują, że w przypadku konfliktu z większościowym akcjonariuszem lub słabych wyników, fundusze nie będą bierne”⁵³. Można więc przypuszczać, że inwestorzy instytucjonalni, których wpływ analizowany jest na podstawie danych o OFE, oprócz wyników monitorują również wskaźniki stabilności banków, wzmacniając tym samym nadzór nad bezpieczeństwem podmiotów, w które inwestują.

Pozostałe zmienne uwzględnione w modelach nie są uznawane za wyznaczniki wysokich standardów *corporate governance*⁵⁴. Tym niemniej można domniemy-

53 A. Soldek, *Aktywność otwartych funduszy emerytalnych w nadzorze korporacyjnym*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2016, t. XCIX, s. 361.

54 Jak wspomniano wcześniej, zróżnicowanie rady pod względem płci uznaje się niekiedy za „dobrą praktykę”. Jednak niejednoznaczność wyników badań dotyczących wpływu udziału

wać ich istotnego statystycznie wpływu na wskaźniki stabilności i podjąć próbę postawienia prognozy co do kierunku tego oddziaływania. Dyskutowana szeroko w ostatnim czasie kwestia parytetów lub tzw. kwot dla kobiet w radach nadzorczych zwraca uwagę na korzyści płynące ze zróżnicowania członków rad pod względem płci. Zwolennicy zwiększania **udziału kobiet w radach nadzorczych** podkreślają zalety płynące m.in. z „nowej jakości zarządzania” i wysokich kwalifikacji kobiet⁵⁵. Powołując się na tego rodzaju argumenty oraz wnioski płynące z części badań przytoczonych w podrozdz. 3.2.2.1, można przypuszczać, że zwiększenie liczby kobiet w radzie może ograniczać skłonność do podejmowania ryzykownych decyzji, a zatem zredukować niebezpieczeństwo związane z nadmierną ekspozycją banku na ryzyko.

Uwzględniając skoncentrowaną strukturę akcjonariatu polskich banków publicznych, należy wziąć pod uwagę możliwość wystąpienia akcentowanego kilkakrotnie wcześniej problemu potencjalnego konfliktu interesów akcjonariuszy dominujących i mniejszościowych. Trzeba by w tej sytuacji podjąć się próby wskazania istoty tych interesów w kontekście stabilności banku. Można przypuszczać, że to akcjonariusz dominujący będzie bardziej zaangażowany w dbałość o długookresowe bezpieczeństwo banku, jako że destabilizacja podmiotu naraża go na większe straty niż posiadaczka niewielkiego pakietu akcji. W tej sytuacji uzasadniona wydaje się być hipoteza, zgodnie z którą **wielkość udziału akcjonariusza dominującego** korzystnie wpływa na stabilność banku.

W przypadku polskiego sektora finansowego, uwagę zwraca nie tylko fakt silnej koncentracji kapitału, ale również znacząca liczba podmiotów zagranicznych występujących w roli większościowych właścicieli. Stosunkowo niski poziom zaangażowania działających w Polsce podmiotów na rynku innowacyjnych instrumentów pochodnych sprawia, że ich aktywa są w mniejszym stopniu obciążone ryzykiem gwałtownej utraty wartości. Tym samym mniejsze jest prawdopodobieństwo nieoczekiwanych problemów z płynnością i narażenia na niewypłacalność banku. Można zatem przypuszczać, że **banki z polskim kapitałem właścicielskim**, nie czując bezpośredniego zagrożenia niedoszacowania ryzyka skomplikowanych instrumentów pochodnych oraz funkcjonując w ramach konserwatywnych, mniej agresywnych modeli biznesowych, będą skłonne do mniej zachowawczych postaw na rynku usług finansowych i tym samym utrzymywania niższych wskaźników stabilności.

W odniesieniu do zmiennych dotyczących zarządu, prognozy co do kierunku ich oddziaływania na stabilność wynikają częściowo z rozważań dotyczących rad nadzorczych i struktury własności. Mniejsza skłonność do ryzyka cechująca kobie-

kobiet w radzie na wyniki spółek skłoniła autorkę do zakwestionowania zmiennej „udział kobiet” jako wysokiego standardu i zaliczenia jej w poczet pozostałych zmiennych charakteryzujących nadzór.

55 J. Sitz-Kuleszo, *Ekonomiczne następstwa wprowadzenia parytetów płci w radach nadzorczych spółek publicznych*, „Biznes Międzynarodowy w Gospodarce Globalnej” 2015, nr 34, s. 175–183.

ty może wpływać na wyższe wskaźniki stabilności w sytuacji, kiedy **kobieta pełni funkcję prezesa zarządu**. Natomiast **obywatelstwo polskie prezesa** pozwala domniemywać stawiania interesów rodzimej spółki ponad interesami zagranicznego właściciela banku. Można także przypuszczać, że **nowo powołany prezes** będzie bardziej skłonny do dbałości o wskaźniki stabilności (może w ten sposób próbować potwierdzić zasadność wyboru go na to stanowisko), jednakże skutki jego ewentualnych działań w tym zakresie będą prawdopodobnie zauważalne w roku następującym po roku objęcia przez niego funkcji prezesa.

Przedstawione w podrozdz. 3.3.2.2 badania dotyczące determinant adekwatności kapitałowej wskazują na negatywną korelację pomiędzy **wielkością banków** a wskaźnikami wypłacalności. Taka zależność może być uzasadniona faktem, że duże instytucje finansowe czują się względnie bezpieczne z racji swojej pozycji rynkowej⁵⁶ oraz posiadania szerszych możliwości do ewentualnego pokrycia zapotrzebowania na kapitał (np. emisji akcji).

Wprowadzenie do modeli dychotomicznej zmiennej oznaczającej **lata po wdrożeniu Dyrektywy CRD III i ogłoszeniu postanowień Bazylei III** (2012–2015) ma na celu zbadanie reakcji sektora na pojawienie się nowych wytycznych oraz weryfikację hipotezy o podjęciu przez banki działań na rzecz wzmocnienia stabilności, które zapobiegałyby pojawieniu się w przyszłości podobnych turbulencji.

W tabeli 21 zawarto wykaz 14 zmiennych objaśniających wykorzystanych przy konstrukcji modeli. Ostatnia kolumna wskazuje na prawdopodobny kierunek oddziaływania na stabilność banku.

Tabela 21. Wykaz zmiennych objaśniających

Zmienna	Oznaczenie	Przewidywany kierunek oddziaływania na stabilność
1	2	3
Standardy nadzoru korporacyjnego		
Fracja niezależnych członków rady	UNRN	+
Niezależność przewodniczącego (1 – niezależny; 0 – związany ze spółką)	PNZAL	+
Liczba członków rady nadzorczej	LRN	-

⁵⁶ Autorka ma na myśli głównie opisane wcześniej koncepcje „*Too Big to Fail*” oraz „*Too Important to Fail*”, które powodować mogą podejmowanie większego ryzyka przez duże podmioty w wyniku ich przekonania o ewentualnym wsparciu regulatorów w przypadku kłopotów z wypłacalnością.

Tabela 21 (cd.)

1	2	3
Indeks jakości komitetu ryzyka	KR_i	+
Indeks długoterminowych programów motywacyjnych	WLTIP	+
Wielkość udziału OFE	UDZ_OFE	+
Pozostałe charakterystyki nadzoru korporacyjnego		
Udział kobiet w radzie nadzorczej	KOBRN	+
Wielkość udziału akcjonariusza dominującego	AKCJ_STR	+
Kraj pochodzenia akcjonariusza dominującego (1 – Polska; 0 – zagranica)	AKCJ_POL	-
Płeć prezesa zarządu (1 – kobieta; 0 – mężczyzna)	PREZKOB	+
Obywatelstwo prezesa zarządu (1 – polskie; 0 – zagraniczne)	PREZPOL	+
Zmiana na stanowisku prezesa w okresie (t-1)	ZP _{t-1}	+
Pozostałe zmienne		
Logarytm naturalny wielkości banku – wartości aktywów w tys. zł (lnA)	LNA	-
Wpływ ogłoszenia Bazylei III (0 dla 2005–2011; 1 dla 2012–2015)	BAZYLEA	+

Źródło: opracowanie własne.

4.4.3. Statystyki opisowe i korelacja zmiennych

W tabeli 22 zawarto statystyki opisowe wszystkich zmiennych. Oprócz średniej, mediany i odchylenia standardowego obliczono również współczynnik zmienności (odchylenie standardowe/średnia arytmetyczna). Współczynnik ten ma na celu wskazanie zmiennych, które mogą zostać potencjalnie uznane za *quasi*-stałe (zwykle przyjmuje się, że wartość współczynnika dla *quasi*-stałych jest mniejsza od 10%). Wówczas postuluje się wyeliminowanie takich zmiennych z modelu, ponieważ, ze względu na niską zmienność, nie wnoszą informacji o kształtowaniu się zmiennej objaśnianej. Na podstawie danych zawartych w tabeli 22 należy uznać, że nie ma podstaw do eliminacji żadnej z zaproponowanych wielkości.

Tabela 22. Podstawowe statystyki opisowe zmiennych

Zmienna	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe	Współczynnik zmienności (w %)
1	2	3	4	5
Współczynnik wypłacalności (CAR)	0,14	0,13	0,03	19
Frakcja niezależnych członków rady w % (UNRN)	48	50	18 p.proc.	37
Niezależność przewodniczącego; 1 – niezależny, 0 – związany ze spółką (PNZAL)	0,65	1	0,48	74
Liczebność rady nadzorczej (LRN)	8,89	9	2,38	27
Indeks jakości komitetu ryzyka (KR_i)*	0,11	0,00	0,23	212
Indeks długoterminowych programów motywacyjnych (WLTIP)	0,25	0,07	0,27	109
Wielkość udziału OFE w % (UDZ_OFE)	9	8	8 p.proc.	85
Udział kobiet w radzie nadzorczej w % (KOB RN)	13	11	13 p.proc.	105
Wielkość udziału akcjonariusza dominującego (AKCJ_STR)	72	75	18 p.proc.	25
Kraj pochodzenia akcjonariusza dominującego (AKCJ_POL)	0,22	0,00	0,41	190
Płeć prezesa zarządu; 1 – kobieta; 0 – mężczyzna (PREZKOB)	0,05	0,00	0,22	424
Obywatelstwo prezesa zarządu; 1 – polskie, 0 – zagraniczne (PREZPOL)	0,81	1	0,39	48
Zmiana na stanowisku prezesa w okresie t; 1 – zmiana; 0 – brak zmiany (ZP)	0,13	0,00	0,34	264

Tabela 22 (cd.)

1	2	3	4	5
Zmiana na stanowisku prezesa w okresie $(t-1)$; 1 –zmiana; 0 –brak zmiany (zp_{t-1})	0,21	0,00	0,41	196
Wielkość banku; aktywa w tys. zł	57 371 722	41 332 079	50 787 961	89
Wpływ ogłoszenia Bazylei III; 0 dla 2005–2011, 1 dla 2012–2015 (BAZYLEA)	0,36	0,00	0,48	133

* W modelu oraz przy kalkulacji statystyk opisowych nie uwzględniono tych komitetów ds. ryzyka, które zostały powołane uchwałami w listopadzie lub grudniu 2015 r., zakładając, że ich działalność może wpłynąć na stabilność najwcześniej w roku 2016.

Źródło: opracowanie własne.

Analizując podstawowe statystyki opisowe zawarte w tabeli 22, należy pamiętać, że uwzględniają one wartości kolejnych zmiennych obserwowanych zarówno w przekroju czasowym, jak i podmiotowym⁵⁷. W badaniu mamy do czynienia z panelem niezbilansowanym i dla niektórych banków uwzględniono dane ze wszystkich kolejnych lat obserwacji, dla innych obserwacje były krótsze (np. Idea Bank notowany był na giełdzie tylko w 2015 r., stąd w bazie danych występują obserwacje dla tego banku odnoszące się tylko do jednego okresu). Przedstawione w tabeli 22 statystyki odnoszą się zatem do średniej, mediany i odchylenia standardowego szacowanych dla wszystkich obserwacji, przy czym obserwacje z niektórych banków miały większy, z innych natomiast – znikomy wpływ na wartości oszacowanych statystyk.

Na przestrzeni badanego okresu współczynnik wypłacalności wynosił w bankach średnio 0,14 i nie różnił się istotnie w uwzględnionych w badaniu obserwacjach (jego wartość odchyłała się przeciętnie o 0,3 od wartości średniej). Analiza statystyk opisowych zmiennych objaśniających pozwala zauważyć, że przeciętna obserwowana w populacji rada nadzorcza liczy ponad 8 członków, z których 48% stanowią członkowie niezależni, a 13% kobiety. Jakość komitetu ryzyka mierzona zaproponowanym przez autorkę indeksem jest niska, przeciętnie wynosi 0,11, przy czym w przypadku połowy obserwacji komitet ten w radzie nie został powołany. Dominujący akcjonariusz posiada średnio 72% udziału w kapitale własnym, natomiast OFE są w posiadaniu przeciętnie 9% udziału, jednak wartość ta odchyła się znacząco od średniej w badanej populacji. Prezes zarządu w przypadku większości obserwacji jest mężczyzną posiadającym obywatelstwo polskie. Dane dotyczące

⁵⁷ Bardziej szczegółową analizę statystyczną (oddzielnie dla statystyk szacowanych w przekroju czasowym i dla poszczególnych banków) przedstawiono w podrozdz. 4.3.

indeksu długoterminowych programów motywacyjnych wskazują, że wprawdzie w przypadku ponad połowy obserwacji programy tego rodzaju były w bankach wdrożone (mediana na poziomie większym od 0), jednak ich jakość mierzona indeksem LTIP jest przeciętnie niska.

Średnia i mediana wartości aktywów dowodzi, że badaną populację stanowią duże podmioty o wartości aktywów wynoszącej przeciętnie 57 371 722 tys. zł. Znacząco niższa od średniej mediana wskazuje jednak na to, że w populacji odnotowano relatywnie niewielką część obserwacji „zawyżających” średnią (banki Pekao SA, PKO BP oraz mBank, ING i BZWBK szczególnie w końcowych latach obserwacji). Jak wspomniano wcześniej, dla uzyskania lepszego dopasowania oszacowań, do modelu wprowadzono zlogarytmowaną wartość aktywów banków. Warto jeszcze zauważyć, że większość obserwacji dotyczy okresu przed wdrożeniem CRD III i ogłoszeniem wytycznych III Reżimu Bazylejskiego.

Prawidłowa konstrukcja modelu wymaga analizy zmiennych objaśniających pod kątem ich wzajemnej korelacji. Tabela 23 przedstawia współczynniki korelacji dla wszystkich zmiennych wykorzystanych w modelach.

Cechą danych indywidualnych o dużej heterogeniczności jest to, że wartości miar korelacji są na ogół niższe niż w przypadku szeregów danych agregatowych. Jednak dane w tabeli 23 dowodzą w większości przypadków niskiej lub przeciętnej (do 0,4) korelacji między zmiennymi objaśniającymi. W nielicznych przypadkach występuje korelacja, którą przy tej strukturze danych uznać można za wysoką (od 0,4 do 0,69). Zmiennymi o wysokiej korelacji są: wielkość pakietu w portfelu OFE i zmienna oznaczająca lata po kryzysie, a także zmienna oznaczająca lata po wdrożeniu i ogłoszeniu kolejnych regulacji bazylejskich; liczebność rady nadzorczej i zmiana na stanowisku prezesa (w okresie $t - 1$); liczebność rady i niezależność jej przewodniczącego, wielkość udziału akcjonariusza strategicznego oraz jego pochodzenie z Polski, a także wielkość pakietu w portfelu OFE i wielkość pakietu strategicznego akcjonariusza. Pomimo relatywnie silnej korelacji ze względu na przesłanki wynikające z rozważań teoretycznych zmienne te zostały uwzględnione w dalszych analizach. Należy zatem uznać, że pomimo występowania w nielicznych przypadkach relatywnie silnej korelacji (w przedziale 0,40–0,69) przedstawione w tabeli 23 zmienne pozwalają na wykorzystanie ich w modelach objaśniających poziom stabilności banków.

Tabela 23. Tablica korelacyjna

Zmienna	BAZYLEA	ZPt1	LRN	PNZAL	UNRN	PREZPOL	PREZKOB	AKCJ_POL	KR_i	WLTIP	KOBRN	AKCJ_STR	UDZ_OFFE	LNA	CAR
BAZYLEA															
ZPt1	-0,20														
LRN	-0,03	-0,19													
PNZAL	-0,25	-0,01	0,42												
UNRN	0,06	0,09	0,02	0,36											
PREZPOL	-0,10	-0,09	0,12	0,22	0,25										
PREZKOB	0,07	0,05	-0,13	0,11	0,00	0,11									
AKCJ_POL	0,07	0,11	-0,37	-0,18	0,08	0,25	-0,13								
KR_i	0,16	-0,10	0,23	0,06	-0,06	0,06	-0,11	-0,25							
WLTIP	0,12	-0,01	-0,01	0,25	0,12	0,10	0,36	-0,27	0,28						
KOBRN	0,19	-0,03	-0,02	-0,09	0,09	-0,30	-0,08	-0,07	0,02	-0,05					
AKCJ_STR	-0,24	0,08	0,01	-0,03	-0,47	-0,26	-0,01	-0,42	0,11	-0,07	-0,17				
UDZ_OFFE	0,57	-0,17	0,07	0,00	0,27	0,22	0,18	0,20	0,10	0,31	0,02	-0,69			
LNA	0,31	-0,03	0,22	0,26	0,40	0,27	0,21	0,00	0,22	0,40	-0,01	-0,53	0,61		
CAR	0,33	-0,09	0,15	0,11	0,00	-0,11	0,11	-0,15	0,22	0,24	0,08	-0,19	0,29	0,16	

Źródło: opracowanie własne.

4.4.4. Specyfikacja modelu ekonometrycznego

Na podstawie zaprezentowanych powyżej analiz oszacowano pięć modeli – model regresji liniowej (*pool*), a także modele ze stałymi oraz losowymi efektami czasowymi i grupowymi (*fixed effects*, FE i *random effects*, RE). Weryfikacji istotności wprowadzania do modelu efektów stałych dokonano na podstawie testu F (Chowa)⁵⁸, natomiast występowanie efektów losowych indywidualnych zweryfikowano za pomocą testu Breuschy-Pagana⁵⁹. W przypadku obu testów odrzucono hipotezy zerowe na rzecz alternatywnych mówiących o braku efektywności oszacowań modelu liniowego, po czym zastosowano test Hausmana, na mocy którego stwierdzono większą efektywność modeli RE⁶⁰. Powyższe trzy etapy testowania skutkowały wskazaniem dwóch modeli o efektywnych estymatorach (*random.t*, *random.i*). Na podstawie wybranej postaci wyjściowej modelu z czasowymi efektami losowymi oszacowano postać końcową uwzględniającą jedynie zmienne istotne statystycznie. Przyjęto następującą wstępną postać modelu (model z czasowymi efektami losowymi, *random.t*):

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \cdot ZP_{it-1} + \alpha_2 \cdot LRN_{it} + \alpha_3 \cdot PNZAL_{it} + \alpha_4 \cdot UNRN_{it} + \alpha_5 \cdot PREZPOL_{it} \\ & + \alpha_6 \cdot PREZKOB_{it} + \alpha_7 \cdot AKCJ_POL_{it} + \alpha_8 \cdot KR_{it} + \alpha_9 \cdot WLTIP_{it} + \alpha_{10} \cdot KOBRN_{it} + \\ & \alpha_{11} \cdot AKCJ_STR_{it} + \alpha_{12} \cdot UDZ_OFE_{it} + \alpha_{13} \cdot LNA_{it} + \alpha_{14} \cdot BAZYLEA_{it} + e_{it} \end{aligned}$$

gdzie:

$$e_{it} = v_t + \xi_{ij};$$

i – i -ty bank;

t – nr roku (2005–2015);

nazwy zmiennych – zgodne z oznaczeniami z tabeli 21;

a_0 – wyraz wolny;

$\alpha_1, \dots, \alpha_{14}$ – rzeczywiste nieznanne parametry strukturalne modelu;

e_{it} – łączna wartość składnika losowego (reszty);

v_t – efekty losowe dla okresów;

v_i – efekty losowe dla jednostek;

ξ_{ij} – wartość składnika losowego w modelach RE.

58 Hipoteza zerowa testu F mówi o tym, że model regresji liniowej bez wyróżniania efektów grupowych lub czasowych jest efektywny. Hipoteza alternatywna wskazuje na brak efektywności oszacowań modelu liniowego na rzecz modelu z wyróżnionymi efektami stałymi. Podstawą jest wartość empirycznego poziomu istotności. W przypadku $p.value < 0,05$ istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej na rzecz alternatywnej.

59 Hipoteza zerowa testu Breuschy-Pagana wskazuje na efektywność zwykłego estymatora MNK. W przypadku odrzucenia hipotezy zerowej wnioskujemy o istotności efektów indywidualnych i wykorzystaniu estymatora efektów losowych.

60 W teście Hausmana hipoteza zerowa zakłada zgodność i efektywność estymatora RE, natomiast hipoteza alternatywna – zgodność estymatora FE.

4.4.5. Testowanie poprawności modelu

Aby ocenić własności estymatorów, przeprowadzono testy weryfikujące normalność rozkładu reszt, autokorelację składnika losowego oraz współliniowość pomiędzy zmiennymi objaśniającymi. Na mocy testu Jaque-Bera wykazano brak rozkładu normalnego reszt modelu (oszacowań błędów losowych). Natomiast test Breuscha-Godfrefya potwierdził występowanie autokorelacji seryjnej reszt. Współczynnik VIF (*variance inflation factor*) natomiast okazał się być niższy od 10, co pozwala wnioskować o braku współliniowości.

Biorąc pod uwagę występowanie zarówno braku normalności rozkładu reszt, jak i autokorelację składnika losowego, należy zwrócić uwagę, że o wskazanych własnościach oszacowań składnika losowego decyduje charakter danych – niezbilansowanego panelu o wysokim zróżnicowaniu wartości danych między grupami w ramach kolejnych lat. Skutkuje to występowaniem autokorelacji reszt, tworzących grupy podobnych wartości błędów oszacowań dla poszczególnych banków.

Należy zaznaczyć, że brak normalności rozkładu reszt oraz występowanie autokorelacji oszacowań składnika losowego powoduje, że zastosowany estymator przestaje być efektywny, jednak nadal pozostaje nieobciążony. Utrata efektywności oznacza to, że niedoszacowane są średnie błędy parametrów (przeszacowane statystyki t) oraz przeszacowany współczynnik determinacji. Własność nieobciążoności oznacza, że przy wielokrotnym losowaniu próby średnia wartości przyjmowanych przez estymator nieobciążony równa się wartości szacowanego parametru.

W tej sytuacji, biorąc pod uwagę własności danych oraz cel analizy, porzeczano na oszacowaniu i interpretacji modeli, dopuszczając brak ich efektywności.

4.4.6. Interpretacja wyników

Wyniki oszacowań parametrów strukturalnych modeli zawiera tabela 24. Do weryfikacji istotności hipotez przyjęto poziom istotności 5%. W tabeli wyróżniono kolorem zielonym te zmienne, których kierunek oddziaływania na stabilność okazał się być zgodny z przewidywanym, natomiast kolorem czerwonym te, które oddziałują przeciwnie do postawionych wcześniej hipotez. Ostateczne wnioskowanie i interpretacja wyników odnosi się do modelu uwzględniającego jedynie zmienne istotne statystycznie.

W modelu *random.t* przyjmuje się wpływ nieobserwowalnych zmiennych stanowiących składową oszacowania składnika losowego wpływających na wartości zmiennych objaśnianych odpowiednio w przekroju czasowym. Parametry modelu oszacowano za pomocą metody najmniejszych kwadratów, stosując estymatory efektów losowych. Symbole „,”, „*”, „**”, „***” oznaczają empiryczny poziom istotności parametrów odpowiednio: 0,1, 0,05, 0,01 oraz 0,001 i mniej.

Tabela 24. Wyniki analizy regresji

Zmienna	CAR (wszystkie zmienne)	CAR (zmienne istotne stat.)
Standardy nadzoru korporacyjnego		
Liczebność rady nadzorczej (LRN)	0,001	
Fracja niezależnych członków rady w % (UNRN)	-0,0001	-0,0003**
Niezależność przewodniczącego; 1 – niezależny, 0 – związany ze spółką (PNZAL)	0,010**	0,012***
Indeks jakości komitetu ryzyka (KR_i) ^a	0,018**	
Indeks długoterminowych programów motywacyjnych (WLTIP)	0,010	
Wielkość udziału OFE w % (UDZ_OFE)	0,0001	
Pozostałe charakterystyki nadzoru korporacyjnego		
Wielkość udziału akcjonariusza dominującego (AKCJ_STR)	-0,0005**	0,0004***
Kraj pochodzenia akcjonariusza dominującego (AKCJ_POL)	-0,012**	-0,015***
Obywatelstwo prezesa zarządu; 1 – polskie, 0 – zagraniczne (PREZPOL)	-0,012**	
Płeć prezesa zarządu; 1 – kobieta; 0 – mężczyzna (PREZKOB)	0,007	
Zmiana na stanowisku prezesa w okresie (t – 1); 1 – zmiana; 0 – brak zmiany (zp _{t-1})	0,003	
Udział kobiet w radzie nadzorczej w % (KOB RN)	-0,00005	
Pozostałe zmienne		
Wielkość banku; ln z aktywów w tys. zł (lna)	-0,003	
Wpływ ogłoszenia Bazylei III; 0 dla 2005–2011, 1 dla 2012–2015 (BAZYLEA)	0,015 [*]	0,018***
Constant	0,217***	0,174***
Adj, R ² (w %)	0,229	0,164
F– statistic	4,073	6,872***
N	146	151

^a W modelu oraz przy kalkulacji statystyk opisowych nie uwzględniono tych komitetów ryzyka, które zostały powołane uchwałami w listopadzie lub grudniu 2015 r., zakładając, że ich działalność może wpłynąć na stabilność najwcześniej w roku 2016.

Uwaga: oszacowanie parametru istotnie statystycznie na poziomie:

*p < 0,1; **p < 0,05; ***p < 0,01.

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymany finalnie model wyjaśnia zmienność wskaźnika adekwatności kapitałowej w 16,4%. Przy tak dużym zróżnicowaniu wartości zmiennych reprezentujących dane indywidualne otrzymaną wartość skorygowanego współczynnika R^2 uznać należy za satysfakcjonującą. W modelach mikroekonometrycznych, w których jednostką badawczą jest podmiot, wartości skorygowanego R^2 są niewielkie (do 30%). W odniesieniu do istotnego statystycznie oddziaływania poszczególnych zmiennych objaśniających można sformułować następujące wnioski (*ceteris paribus*):

- wzrost udziału członków niezależnych w radzie oddziałuje negatywnie na stabilność mierzoną współczynnikiem wypłacalności (zwiększenie udziału członków niezależnych o 1 p.proc. przyczynia się do spadku wskaźnika CAR o 0,0003);
- niezależność przewodniczącego rady wpływa pozytywnie na współczynnik wypłacalności. Rady, na czele których stoi członek niezależny, mają wyższy współczynnik wypłacalności przeciętnie o 0,012;
- wzrost zaangażowania kapitałowego strategicznego właściciela obniża stabilność banku. Wzrost wielkości udziału o 1 p.proc. obniża współczynnik CAR przeciętnie o 0,0004;
- pochodzenie głównego akcjonariusza z Polski również oddziałuje negatywnie na stabilność. Banki z dominującym polskim kapitałem cechują się wskaźnikiem wypłacalności niższym od pozostałych przeciętnie o 0,015;
- wdrożenie CRD III i ogłoszenie wytycznych III Reżimu Bazylejskiego (2012–2015) wpłynęło korzystnie na poziom wskaźnika CAR. W latach 2012–2015 wskaźnik CAR był wyższy średnio o 0,018.

4.5. Podsumowanie

Skuteczność nadzoru korporacyjnego postrzegana jest najczęściej z perspektywy jego oddziaływania na efektywność spółek. Zaproponowane w rozdziale 4 badania odchodzą od powyższej konwencji i ukierunkowują myślenie o nadzorze w kontekście jego wpływu na stabilność podmiotów w sektorze bankowym. Należy mieć na uwadze, że punktem wyjścia do rozważań o determinantach skuteczności mechanizmów *corporate governance* powinna być podkreślona przez autorkę na wstępie rozdziału konieczność analizy struktury akcjonariatu. Inne będą bowiem elementy przesądzające o jakości nadzoru w spółkach z akcjonariuszem dominującym, inne przy akcjonariacie rozproszonym, inne w spółkach, w których głównymi udziałowcami są członkowie rodziny, a inne, gdy są nimi podmioty z zagranicy. Oprócz właściwego wyboru kluczowych w danych okolicznościach zmiennych, autorka dostrzega również inne problemy metodologiczne związane z wzajemną

przyczynowością, brakującymi zmiennymi, błędem doboru próby i błędem pomiaru zmiennych. W przeprowadzonych badaniach próbuje w jak największym stopniu zminimalizować prawdopodobieństwo ich wystąpienia.

W ramach analizy wybranych obszarów *corporate governance* skoncentrowano się na strukturze rady nadzorczej, strukturze akcjonariatu oraz osobie i wynagrodzeniu prezesa i pozostałych członków zarządu. Ustalono, że rady nadzorcze polskich banków są stosunkowo liczne i względnie niezależne (ok. połowę składu stanowią członkowie niezależni), przy czym przewodniczącym rady coraz częściej zostaje członek powiązany z bankiem. Kobiety stanowią w radach mniejszość. Wydaje się również, że rola komitetów ds. ryzyka, a także rola długoterminowych programów motywacyjnych nie jest w Polsce dostatecznie akcentowana.

W analizowanym okresie sektor banków publicznych w Polsce zdominowany był przez kapitał zagraniczny, struktura własności silnie skoncentrowana, a udział we własności inwestorów instytucjonalnych wykazywał od 2007 r. trend wzrostowy. Obecność inwestora z zagranicy wiązała się w niektórych przypadkach z piastowaniem funkcji kierowniczych przez obcokrajowców pochodzących zwykle z kraju właściciela. Zmiany na stanowisku prezesa nastąpiły w badanych latach 27-krotnie, przy czym 12-krotnie w okresie nasilenia się zjawisk kryzysowych. Podobnie jak w przypadku rad nadzorczych, występowanie kobiet pełniących funkcję prezesa jest relatywnie rzadkie.

Z przedstawionej analizy standardów *corporate governance* wnioskować można o dużym potencjale w odniesieniu do możliwości wzmocnienia mechanizmów nadzorczych. Brak implementacji zaleceń środowiskowych lub, w rzadkich przypadkach, ustawowych (w zakresie niezależnego członka komitetu audytu lub wdrażania LTIP) pozwala domniemywać słabości instytucji odpowiedzialnych za nadzór nad sektorem. Jednocześnie należy zauważyć, że stabilność podmiotów notowanych na GPW oceniana za pomocą współczynnika wypłacalności była w badanym okresie satysfakcjonująca (z punktu widzenia uregulowań ustawowych).

Analiza korelacji standardów nadzorczych i poziomu stabilności banków potwierdziła istotność wpływu wybranych mechanizmów *corporate governance* na bezpieczeństwo podmiotów w tym sektorze. Znamienny jest jednak fakt, że spośród tzw. dobrych praktyk nadzoru jedynie te związane z niezależnością rady nadzorczej okazały się być istotne dla kształtowania wyposażenia kapitałowego banku. Należy jednak zwrócić uwagę, że na mocy przedstawionych oszacowań niezależność rady nadzorczej nie może być uznana za „wysoki standard nadzoru” lub ów wysoki standard *de facto* nie poprawia bezpieczeństwa banku. Zestawienie wszystkich zmiennych istotnych statystycznie wraz z prognozowanym i rzeczywistym oddziaływaniem na stabilność przedstawiono w tabeli 25.

Tabela 25. Zależności prognozowane vs zależności oszacowane

Prognoza	Weryfikacja
Większy udział niezależnych członków w radzie wzmacnia stabilność banku	Większy udział niezależnych członków w radzie osłabia stabilność banku
Niezależność przewodniczącego rady poprawia wskaźniki stabilności	Zweryfikowano pozytywnie
Wielkość udziału akcjonariusza dominującego korzystnie wpływa na stabilność banku	Wielkość udziału akcjonariusza dominującego niekorzystnie wpływa na stabilność banku
Banki z polskim kapitałem właścicielskim utrzymują niższe wskaźniki wypłacalności	Zweryfikowano pozytywnie
W reakcji na wdrożenie CRD III i ogłoszenie Bazylei III (lata 2012–2015) w bankach wzrosły wskaźniki wypłacalności	Zweryfikowano pozytywnie

Źródło: opracowanie własne.

Okazuje się, że zwiększanie frakcji członków niezależnych obniża współczynnik wypłacalności⁶¹. Może to być spowodowane tym, że osoby niezwiązane ze spółką nie ponoszą w zasadzie żadnych kosztów wynikających z ewentualnego zachwiania bezpieczeństwa banku, wobec powyższego w niedostatecznym stopniu angażują się w działania nadzorczych. Ważną obserwacją jest jednak fakt wyższego współczynnika wypłacalności w podmiotach, w których na czele rady zasiada członek niezależny. Pozwala to domniemywać, że pełnienie funkcji przewodniczącego wiąże się z większym poczuciem odpowiedzialności za bezpieczeństwo banku postrzegane w kategoriach zabezpieczenia kapitałowego.

Wyniki badań potwierdzają, że zarówno stopień zaangażowania kapitałowego, jak i kraj pochodzenia akcjonariusza strategicznego ma wpływ na bezpieczeństwo banku. Bardziej skoncentrowana struktura właścicielska związana jest z niższym wskaźnikiem wypłacalności, co pozwala przypuszczać możliwość występowania niektórych spośród wymienionych w podrozdz. 1.1.2.1 zjawisk, takich jak np. wypłaty dywidendy wbrew interesom banku czy niekorzystne ceny transferowe. Natomiast zgodnie z przewidywanym kierunkiem zależności okazało się, że również polski kapitał właścicielski obniża stabilność mierzoną wartością współczynnika CAR. Interpretacja tego wyniku wymaga, zdaniem autorki, odwołania się do faktu, iż trzy z pięciu analizowanych banków z dominującym polskim kapitałem są to podmioty z bezpośrednim lub pośrednim zaangażowaniem Skarbu Państwa. Może zatem być tak, że niższy średni poziom zabezpieczenia kapitałowego jest wynikiem poczucia względnego braku zagrożeń na polskim rynku usług finansowych. Nie bez znaczenia wydaje się być również kwestia silniejszej pozycji banków

61 Wszystkie wnioski (również w dalszej części) formułowane są przy założeniu *ceteris paribus*.

z polskim kapitałem właścicielskim w negocjacjach z krajowymi organami nadzorczymi⁶².

Zaprezentowane badanie dowiodło również pozytywnego wpływu wdrożenia i ogłoszenia wytycznych bazylejskich na wskaźnik CAR. Trudno przy tym przesądzić, czy bardziej istotne było wdrożenie CRD III, czy ogłoszenie wytycznych Bazylei III. Można przypuszczać, że budowanie większych buforów kapitałowych było wypadkową obu tych wydarzeń, a jednocześnie pośrednio również „opóźnionej” reakcji na wydarzenia kryzysowe.

Uwzględniając przedstawione w rozdziale 1 rozważania teoretyczne, można podjąć próbę skonfrontowania otrzymanych wyników z wybranymi teoriami nadzoru korporacyjnego. Należy uznać, że osłabianie stabilności w wyniku zwiększania udziału członków niezależnych w radzie potwierdza istnienie wertykalnego konfliktu agencyjnego (na linii właściciel – menedżer), który może być łagodzony poprzez sprawowanie nadzoru przez osoby zależne od kapitałodawcy. Jeśli przyjąć założenie, że przejawem nasilania się konfliktu agencyjnego jest obniżanie wskaźnika wypłacalności, to również konflikt horyzontalny (pomiędzy akcjonariuszem większościowym a mniejszościowym) został w przedstawionych badaniach uwidoczniony. Wzrost koncentracji kapitału akcyjnego w rękach jednego podmiotu, będący przesłanką słabszej pozycji drobnych akcjonariuszy, jest bowiem negatywnie skorelowany ze wskaźnikiem CAR.

Wyższy poziom adekwatności kapitałowej w podmiotach, w których na czele rady nadzorczej stoi członek niezależny, może być uznany za argument na rzecz teorii służebności lub teorii zasobowej. W teorii służebności podkreśla się wprawdzie głównie postawę menadżerów, jednak, w opinii autorki, odnieść ją również można do członka rady o określonych predyspozycjach i uwarunkowaniach personalnych. Wybór niezależnego członka na przewodniczącego rady stanowić może dla niego pewnego rodzaju nobilitację, skłaniającą go do poczucia odpowiedzialności za nadzorowany podmiot, a także zwiększenia zaangażowania i dążenia do osiągnięcia sukcesów rozumianych w kontekście stabilizacji i bezpieczeństwa banku. Tak postrzegany członek niezależny staje się tym samym istotnym zasobem

62 Egzemplifikację opisywanego zjawiska stanowić może wysokość tzw. domiarów kapitałowych (dodatkowych buforów kapitału wymaganych na podstawie decyzji KNF dla banków posiadających istotne ekspozycje kredytowe w CHF). Przykładowe porównanie ekspozycji na kredyty w CHF w bankach Noble i mBank potwierdza, że decyzje odnośnie do domiarów kapitałowych podyktowane były dodatkowymi czynnikami. Kredyty i pożyczki w CHF udzielone klientom Noble na koniec roku 2015 wyniosły 13 207 157 tys. zł (ok. 27% wszystkich kredytów i pożyczek), natomiast kredyty i pożyczki w CHF udzielone klientom mBanku wyniosły 19 760 541 tys. zł (ok. 25% kredytów i pożyczek ogółem). Można zatem wyrazić przypuszczenie, że KNF nakładał domiary na podstawie wartości bezwzględnych zaangażowań, jednak wartość kredytów i pożyczek w CHF udzielonych klientom PKO BP (31 278 491 tys. zł) wyklucza również takie założenie (wszystkie dane na podstawie raportów finansowych wymienionych banków).

organizacji, a jego korzystne oddziaływanie na kondycję banku potwierdza tezę teorii zasobowej nadzoru.

W obliczu przedstawionych w monografii teorii negatywna korelacja wskaźnika wypłacalności i zmiennej reprezentującej polskie pochodzenie kapitału dominującego może być uznana za odwołującą się do podejścia politycznego lub teorii stosunków przemysłowych. Jeśli niższy poziom wyposażenia kapitałowego jest rezultatem większego poczucia bezpieczeństwa polskich właścicieli wynikającego z lepszych stosunków z krajowymi organami nadzorczymi, to można domniemywać istnienia określonych czynników politycznych leżących u podstaw tego rodzaju relacji. Przywołana przez M. Aluchnę⁶³ teoria stosunków przemysłowych, która w pewnym zakresie odnosi się do niedoskonałości państwa, również może być w tym przypadku uznana za determinującą siłę i kierunek opisywanej korelacji.

W naturalny sposób wszystkie opisane zależności potwierdzają zasadność rozpatrywania relacji w sektorze bankowym z uwzględnieniem teorii interesariuszy. W świetle otrzymanych wyników kluczowymi z punktu widzenia oddziaływania na stabilność banku stają się członkowie rady (zarówno zależni, jak i niezależni) oraz dominujący akcjonariusze. Można tym samym uznać, że działania na rzecz wzmocnienia bezpieczeństwa podmiotów w sektorze powinny być zogniskowane wokół tych właśnie grup interesariuszy banku.

63 M. Aluchna, *Własność a corporate governance*, Poltext, Warszawa 2015, s. 30–32.

Zakończenie

Globalny kryzys finansowy ukazał obowiązujący w sektorze finansowym prymat dążenia do maksymalizacji zysku nad dbałością o długookresową stabilność. Brak dostatecznego monitoringu i kontroli bezpieczeństwa banków doprowadził do załamywania gospodarczej, która dotknęła niemal wszystkich sektorów i większości krajów na świecie. W odbiorze opinii publicznej, instytucji związanych z rynkami finansowymi, ale również środowisk akademickich, winę za taki stan rzeczy ponosiły m.in. osoby nadzorujące banki i zarządzające nimi, które nie wykazywały należytego zaangażowania w kontrolę ryzyka lub działały, mając na uwadze wyłącznie własne korzyści. W odpowiedzi na tak sformułowane zarzuty pojawiło się szereg zaleceń mających na celu sanację mechanizmów nadzoru korporacyjnego, które zapobiegałyby podobnym zjawiskom w przyszłości. Niektóre z nich wprowadzono do krajowych porządków prawnych, inne funkcjonują w ramach kodeksów dobrych praktyk, jeszcze inne wymieniane są jako postulaty i wytyczne w dyskusjach na forach biznesowych i akademickich.

Przedstawiona w monografii krytyczna reasumpcja polskiego i światowego piśmiennictwa dotyczącego badań nad skutecznością nadzoru korporacyjnego pozwala zauważyć, że jakość nadzoru nadal postrzegana jest zwykle przez pryzmat oddziaływania na wynik finansowy. Można stwierdzić, że takie podejście do kwestii nadzoru nie jest w pełni zgodne z deklarowaną coraz częściej koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu lub teorią interesariuszy. Nie można wszak mówić o społecznej odpowiedzialności lub próbach równoważenia celów różnych grup interesów w sytuacji, kiedy najważniejszym celem okazuje się zysk rozdzielany między wąskie grono akcjonariuszy, a także będący podstawą do wypłaty sowitych premii kadrze kierowniczej banków, natomiast bezpieczeństwo jest kwestią drugorzędną, choć potencjalne straty odczuwa całe społeczeństwo.

Autorka dostrzegła istotną lukę w literaturze w zasygnalizowanym powyżej obszarze, tj. spojrzeniu na skuteczność nadzoru w kontekście stabilizowania podmiotów w sektorze bankowym. Przeprowadzone przez nią badania miały na celu, po pierwsze – zidentyfikowanie i zebranie danych dotyczących newralgicznych dla warunków polskiego sektora mechanizmów nadzoru, po drugie – wskazanie kluczowego wskaźnika przesądzającego o stabilności banków i wreszcie po trzecie

– zweryfikowanie istnienia korelacji pomiędzy standardami nadzorczymi a stabilnością banków.

Aby zrealizować pierwszy i drugi cel, dokonano studiów literaturowych, a następnie, posługując się metodami statystyki opisowej, podjęto próbę diagnozy jakości nadzoru i stabilności uwzględnionych w badaniu podmiotów. Ta część analiz dała obraz polskiego sektora bankowego w badanych obszarach. Na jego podstawie można postawić tezę, że większość banków wdrożyło standardy *corporate governance* uważane współcześnie za korzystne, choć na poziomie pojedynczych wybranych podmiotów dostrzec można nieprawidłowości. W odniesieniu do wybranego wskaźnika stabilności (tj. wskaźnika CAR) można stwierdzić, że banki w Polsce bezsprzecznie spełniają wymogi regulacyjne. Należy przy tym zauważyć, że średnie wartości badanych zmiennych w latach 2005–2015 wykazują relatywnie niewielkie wahania, co potwierdza tezę o względnej odporności polskiego sektora finansowego na zjawiska kryzysowe.

W odniesieniu do powyższych rozważań rodzi się dodatkowo pytanie o źródła problemów banków zagranicznych w okresie kryzysu. Jeśli przytoczone wskaźniki stabilności nie były diametralnie różne od oszacowanych dla banków w Polsce, może to oznaczać występowanie dwóch zjawisk. Pierwszym jest gorszy niż w Polsce poziom rzetelności sprawozdań finansowych, na podstawie których wylicza się np. aktywa ważone ryzykiem, tzn. przypisuje się zbyt niski poziom ryzyka dla poszczególnych klas aktywów. Można domniemywać, że presja na zysk i jak najlepsze ratingi generowała nieprawidłowości w tym obszarze. Alternatywną przyczyną jest względnie konserwatywny model polskiej bankowości, a zatem niewielkie zaangażowanie w obrót instrumentami pochodnymi wykorzystywanymi w tzw. nowoczesnej inżynierii finansowej. Transakcje na rynku tych instrumentów uważane za ognisko kryzysu w Stanach Zjednoczonych występują w polskim sektorze w stosunkowo ograniczonym zakresie. Dlatego też, pomimo zbliżonych co do wartości wskaźników stabilności, którymi posłużyła się autorka, banki są *de facto* mniej stabilne właśnie z racji dużego zaangażowania na rynku instrumentów pochodnych.

Istotny element warstwy empirycznej w książce stanowi analiza ekonometryczna, za pomocą której autorka potwierdziła istotność oddziaływania nadzoru korporacyjnego na stabilność finansową banków. Wyniki badań pokazały, że nie wszystkie standardy uznawane za wysokie poprawiają poziom wskaźników stabilności. Okazało się, że dobrą praktykę zakładającą zwiększanie udziału członków niezależnych w radzie nadzorczej należy uznać za działanie negatywnie wpływające na stabilność mierzoną zaproponowanym przez autorkę wskaźnikiem.

W odniesieniu do pozostałych zmiennych dowiedziono pozytywnej korelacji pomiędzy stabilnością a pełnieniem funkcji przewodniczącego rady nadzorczej przez członka niezależnego. Wskazano również na istotne statystycznie negatywne oddziaływanie stopnia zaangażowania kapitałowego akcjonariusza dominującego oraz polskiego kapitału właścicielskiego. Pozytywnego oddziaływania na wskaźnik

stabilności dowiedziono natomiast w przypadku zmian instytucjonalnych, które zaszły po 2012 r. Wdrożenie i ogłoszenie kolejnych wytycznych bazylejskich, zgodnie z przewidywaniami, skutkowało wzmocnieniem bazy kapitałowej.

Zaprezentowane wyniki dowodzą, że w przypadku niektórych elementów nadzoru wymienianych wśród standardów dobrych praktyk nie jest możliwe wykazanie ich istotnego statystycznie wpływu na stabilność, kwantyfikowaną za pomocą współczynnika wypłacalności. Taka sytuacja dotyczy na przykład wdrażania długoterminowych programów motywacyjnych lub powoływania komitetów ryzyka. Rodzi się przy tej okazji pytanie o to, czy brak istotnej statystycznie zależności w przypadku tych zmiennych wynika z niewielkiej popularności analizowanych rozwiązań (co implikuje ich trudny do wykazania wpływ na stabilność), czy też ich wpływ na stabilność banku jest rzeczywiście niewielki i dlatego banki nie są skłonne do ich wdrażania.

Pomimo braku istotności oddziaływania wielu z uwzględnionych w pierwotnej wersji modelu zmiennych, wyniki oszacowań dowiodły jednak, że kwestia nadzoru ma znaczenie w dyskusji nad bezpieczeństwem banków. Postulowana powszechnie zależność między nadzorem a stabilnością znalazła potwierdzenie w badaniach ilościowych. Niniejsza monografia wypełnia tym samym lukę w literaturze i może stać się punktem wyjścia do dalszych analiz w innych przekrojach czasowych, podmiotowych lub przy rozszerzaniu katalogu zmiennych endo- i egzogenicznych.

Autorka dostrzega również ograniczenia zaprezentowanych badań. Po pierwsze, brak możliwości skompletowania porównawczych danych, na przykład w odniesieniu do bardziej kompleksowej oceny aktywności komitetów ds. ryzyka, był przeszkodą w skonstruowaniu kompletnej zaplanowanej bazy danych. Po drugie, należy mieć świadomość, że wiele decyzji w obszarze nadzoru korporacyjnego uwarunkowana jest czynnikami behawioralnymi. Ocenę zdolności do osiągnięcia konsensusu w radach w oparciu o ich liczebność, większą skłonność mężczyzn do ryzyka lub faktyczną niezależność członka rady określaną na podstawie spełniania formalnych kryteriów niezależności można z pewnością uznać za uproszczenia. Aby zbadać rzeczywiste uwarunkowania decyzyjne, należałoby sięgnąć po instrumenty analityczne z zakresu psychologii, socjologii i kultury organizacyjnej. Za ograniczenie można również uznać skoncentrowanie badań na populacji banków publicznych. Cenną, choć utrudnioną z racji dostępu danych, byłaby analiza porównawcza z bankami spółdzielczymi.

Przedstawiony w pracy kierunek może być punktem wyjścia do tego rodzaju badań. Wydaje się jednak, że, pomimo wspomnianych ograniczeń uzyskane wyniki mogą stanowić istotny głos w dyskusji nad kierunkiem prac, mających na celu wzmocnienie mechanizmów nadzorczych w sektorze bankowym w Polsce.

Bibliografia

Artykuły i monografie

- Adams R.B., Mehran H., *Corporate Performance, Board Structure and Its Determinants in the Banking Industry*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 330, New York 2008.
- Adamska A., Mesjasz Cz., Urbanek P., *Ład korporacyjny. Władanie i kontrola w złożonym świecie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.
- Aebi V., Sabato G., Schmid M., *Risk Management, Corporate Governance, and Bank Performance in the Financial Crisis*, „Journal of Banking and Finance” 2012, vol. 36(12), s. 3213–3226.
- Agrawal A., Knoeber C.R., *Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1996, vol. 31(3), s. 377–397.
- Ahmad R., Ariff M., Skully M., *Determinants of Bank Capital Ratios in a Developing Economy*, „Asia-Pacific Financial Markets” 2009, vol. 15(3–4), s. 255–272.
- Aktas R., Acikalin S., Bakin B., Celik G., *The Determinants of Banks' Capital Adequacy Ratio: Some Evidence from South Eastern European Countries*, „Journal of Economics and Behavioral Studies” 2015, no. 7(1), s. 79–88.
- Alchian A.A., Demsetz H., *The Property Rights Paradigm*, „Journal of Economic History” 1973, vol. 33, s. 16–27.
- Aluchna M., *Ład korporacyjny w kontekście zmian na rynku kapitałowym*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 349–366.
- Aluchna M., *Mechanizmy Corporate Governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.
- Aluchna M., *Własność a corporate governance*, Poltext, Warszawa 2015.
- Aluchna M., Koładkiewicz I., *Przejrzystość w kontekście wartości przedsiębiorstwa*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 447–464.

- Anderson R.C., Bizjak J.M., *An Empirical Examination of the Role of the CEO and the Compensation Committee in Structuring Executive Pay*, „Journal of Banking and Finance” 2003, vol. 27, s. 1323–1348.
- Anderson R.C., Mansi S.A., Reeb D.M., *Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debts*, Working Paper, Washington DC 2003.
- Argyris C., *Organization Man: Rational and Self-actualizing*, „Public Administration Review” 1973, no. 4, s. 354–357.
- Asarkaya Y., Ozcan S., *Determinants of Capital Structure in Financial Institutions: The Case of Turkey*, „Journal of BRSA and Financial Markets” 2007, vol. 1, Issue 1, s. 91–109.
- Axworthy Ch.S., *Corporate Directors – Who Needs Them?*, „The Modern Law Review” 1988, vol. 51, no. 3, s. 273–295.
- Barney J.B., *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, „Journal of Management” 1991, vol. 17(1), s. 99–120.
- Barth J., Caprio G., Levine R., *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, Cambridge University Press, Cambridge–New York 2005.
- Baysinger D.B., Butler H.N., *Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*, „Journal of Law, Economics, & Organization” 1985, vol. 1, no. 1, s. 101–124.
- Bebchuk A., Hamdani A., *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, Discussion Paper no. 633, 4/2009, Harvard Law School, Cambridge 2009.
- Becht M., Bolton P., Roell A., *Why Bank Governance Is Different*, „Oxford Review of Economic Policy” 2011, vol. 27, no. 3, s. 437–463.
- Beekes W., Brown P., *Do Better-Governed Australian Firms Make More Informative Disclosures?*, „Journal of Business Finance & Accounting” 2006, vol. 33(3), s. 422–450.
- Berger A.N., DeYoung R., Genay H., Udell G.F., *Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance*, FRB Chicago Working Paper, no. 1999–25, Chicago 2001.
- Berger A.N., Herring R.J., Szego G.P., *The Role of Capital in Financial Institutions*, „Journal of Banking and Finance” 1995, vol. 19, s. 393–430.
- Berglof E., Pajuste A., *Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Central and Eastern Europe*, [w:] P. Cornelius, B. Kogut (eds), *Global Competitiveness and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford 2003, s. 267–302.
- Berglof E., Pajuste A., *What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe*, „Oxford Review of Economic Policy” 2005, vol. 21, no. 2, s. 178–197.
- Bergstresser D., Philippon T., *CEO Incentives and Earnings Management*, „Journal of Financial Economics” 2006, vol. 80, s. 511–529.
- Berle A.A., Means G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, New York 1932.

- Bhagat S., Black B.S., *Board Independence and Long-Term Firm Performance*, Working Paper, Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, Columbia 2000, s. 1–44.
- Black B.S., *Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States*, [w:] P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol. 3, Palgrave Macmillan UK, London 1998, s. 459–465.
- Blair M., *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brookings Institution Press, Washington 1995.
- Block S., *The Role of Nonaffiliated Outside Directors in Monitoring the Firm and the Effect on Shareholder Wealth*, „Journal of Financial and Strategic Decisions” 1999, vol. 12, s. 1–8.
- Bohdanowicz L., *Zróźnicowanie organów statutowych pod względem płci a wyniki finansowe polskich spółek publicznych*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici” 2011, z. 403, s. 105–117.
- Bohdanowicz L., Jeżak J., Matyjas Z., *Ownership Structures of Polish Public Companies and Their Financial Performance*, [w:] M. Urbaniak (red.), *The Role of Management Sciences in the Knowledge-based Economy*, Łódź University Press, Łódź 2010, s. 107–131.
- Bosch R.V., *What Are the Determinants of the Tier 1 Capital Ratio in the Banking Sectors of the G10 and Switzerland from 2002–2008?*, Universiteit Van Amsterdam, Master Thesis, Amsterdam 2009.
- Boschen J., Smith K., *You Can Pay Me Now and You Can Pay Me Later: The Dynamic Response of Executive Compensation to Firm Performance*, „Journal of Business” 1995, vol. 68(4), s. 577–608.
- Börsch-Supan A., Köke J., *An Applied Econometricians’ View of Empirical Corporate Governance Studies*, ZEW Discussion Paper, no. 00–17, Mannheim, Germany 2000.
- Bradley M., Jarrell G., Kim E.H., *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39, s. 857–878.
- Brickley J., Bhagat S., Lease R., *The Impact of Long-range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth*, „Journal of Accounting and Economics” 1985, vol. 7(1–3), s. 115–129.
- Brown J.D., Earle J.S., Telegdy A., *The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine*, „Journal of Political Economy” 2006, vol. 114(1), s. 61–99.
- Brown P., Beekes V., Verhoeven P., *Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review*, „Accounting and Finance” 2011, vol. 51, s. 96–172.
- Brzozowski M., *CRD IV, CRR – instrumenty makroostrożnościowe*, NBP, Warszawa 2014.
- Bushman R.M., Smith A.J., *Transparency Financial Accounting Information, and Corporate Governance*, „FRBNY Economic Policy Review” 2003, s. 65–87.

- Byrnes J.P., Miller D.C., Schafer W.D., *Gender Differences in Risk-taking: A Meta-analysis*, „Psychological Bulletin” 1999, vol. 125(3), s. 367–383.
- Cadbury A., *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*, Oxford University Press, Oxford 2002.
- Cadbury A., *What Are the Trends in Corporate Governance? How Will They Impact Your Company?*, „Long Range Planning” 1999, no. 1, s. 12–19.
- Campbell K., Minguez-Vera A., *Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance*, „Journal of Business Ethics” 2008, vol. 83, s. 435–451.
- Capiga M., *Finanse banków*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
- Capiga M., *Wybrane zagadnienia zarządzania ryzykiem banku – polskie regulacje ostrożnościowe a wymogi unijne*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 10, s. 27–35.
- Capiga M., *Zarządzanie bankiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Capiga M., Gradoń W., Szustak G., *Adekwatność kapitałowa w ocenie bezpieczeństwa banku*, CeDeWu, Warszawa 2011.
- Capiga M., Harasim J., Szustak G., *Finanse banków*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005.
- Carter C.B., Lorsch J.W., *Back to Drawing Board*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts 2004, s. 24–44.
- Chaganti R.S., Manajan V., Sharma S., *Corporate Board Size, Composition and Corporate Failures in Retailing Industry*, „Journal of Management Studies” 1985, vol. 22, s. 400–417.
- Chan K.C., Li J., *Audit Committee and Firm Value: Evidence on Outside Top Executives as Expert Independent Directors*, „Corporate Governance: An International Review” 2008, vol. 16(1), s. 16–31.
- Cheng Q., Warfield T.D., *Equity Incentives and Earnings Management*, „The Accounting Review” 2005, vol. 80, s. 441–476.
- Cicirko T., *Efektywne zarządzanie kapitałem banku komercyjnego w Polsce w świetle standardów adekwatności kapitałowej*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2012.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, „Journal of Finance” 2002, vol. 57, s. 2741–2771.
- Clark R.C., *Corporate Law*, Little, Brown 1986.
- Coase R., *The Nature of the Firm*, „Economica” 1937, vol. 4, s. 386–405.
- Conrad A.F., *The Supervision of Corporate Management: A Comparison of Developments in European Community and United States Law*, „Michigan Law Review” 1984, vol. 82, no. 5/6, s. 1459–1488.
- Cornett M.M., Marcus A.J., Saunders A., Tehranian H., *The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance*, „Journal of Banking & Finance” 2007, vol. 31, s. 1771–1794.
- Coughlan A.T., Schmidt R.M., *Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation*, „Journal of Accounting and Economics” 1985, vol. 7(1–3), s. 43–66.

- Crockett A., *Theory and Practice of Financial Stability*, Essays in International Finance, no. 203, Princeton University, Princeton 1997.
- Czarnota D., *Bank jako instytucja zaufania publicznego w dobie kryzysu – mit czy rzeczywistość?*, Studia Ekonomiczne, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2014.
- Dahya J., Dimitrov O., McConnell J.J., *Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis*, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper, no. 99/2005, Belgium 2005.
- Dahya J., McConnell J., Travlos N., *The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover*, „The Journal of Finance” 2002, vol. 57(1), s. 461–483.
- Daily C., Dalton D., *Separate, But not Independent: Board Leadership Structure in Large Corporations*, „Corporate Governance – An International Review” 1997, vol. 5, s. 126–136.
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E., Johnson J.L., *Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance*, „Strategic Management Journal” 1998, vol. 19, s. 269–290.
- Darmandi S., *Board Diversity and Firm Performance: The Indonesian Evidence*, „Corporate Ownership and Control Journal” 2011, vol. 8, s. 450–466.
- David P., Kochhar R., *Barriers to Effective Corporate Governance by Institutional Investors: Implications for Theory and Practice*, „European Management Journal” 1996, vol. 14(5), s. 457–466.
- Davis S.M., Lukomnik J., Pitt-Watson D., *Active Shareowner Stewardship: A New Paradigm for Capitalism*, „Rotman International Journal of Pension Management” 2009, vol. 2, no. 2, s. 10–17.
- Demsetz H., Lehn K., *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, „Journal of Political Economy” 1985, vol. 93, no. 6, s. 1155–1177.
- Demsetz H., Villalonga B., *Ownership Structure and Corporate Performance*, „Journal of Corporate Finance” 2001, vol. 7, s. 209–233.
- Denis D.J., Denis D.K., *Performance Changes Following Top Management Dismissals*, „Journal of Finance” 1995, vol. 50(4), s. 1029–1057.
- Diamond D., Rajan R., *A Theory of Bank Capital*, „Journal of Finance” 2000, vol. 55, s. 2431–2465.
- Dimopoulos T., Wagner H., *Cause and Effect in CEO Changes*, Working Paper, SSRN Electronic Journal, April 2010.
- Dobija D., Kołodkiewicz I., *Ład korporacyjny*, Oficyna a Wolters Kluwers business, Warszawa 2011.
- Domańska A., *Zmiana charakteru roli rady nadzorczej w świetle nowelizacji ustawy o rachunkowości*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 387–398.

- Donaldson L., *The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory*, „Academy of Management Review” 1990, vol. 15, no. 3, s. 369–381.
- Duchin R., Matsusaka J. G., Ozbas O., *When Are Outside Directors Effective?*, „Journal of Financial Economics” 2010, vol. 96, s. 195–214.
- Duggal R., Millar J.A., *Institutional Ownership and Firm Performance: The Case of Bidder Returns*, „Journal of Corporate Finance” 1999, vol. 5, s. 103–117.
- D’Hulster K., *Crisis response. The Leverage Ratio*, The World Bank Group, Note Number 11, Washington, December 2009.
- Earle J., Kucsera C., Telegdy A., *Ownership Concentration and Corporate Performance on the Budapest Stock Exchange: Do Too Many Cooks Spoil the Goulash?*, „Corporate Governance” 2005, vol. 13(2), s. 254–264.
- Eisenhardt K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, „Academy of Management Review” 1989, vol. 14, no. 1, s. 57–74.
- Faccio M., Lasfer M.A., *Do Occupational Pension Funds Monitor Companies in Which They Hold Large Stakes*, „Journal of Corporate Finance” 2000, vol. 6, s. 71–110.
- Fama E.F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „The Journal of Political Economy” 1980, vol. 88, no. 2, s. 288–307.
- Fama E.F., Jensen M., *Agency Problems and Residual Claims*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 327–349.
- Fama E.F., Jensen M., *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law and Economics” 1983, vol. 26, s. 301–325.
- Federowicz M., *Corporate governance – nadzór nie tylko właścicielski. Relacje między kontrolą nad zarządzaniem a systemem instytucjonalnym w Polsce*, [w:] S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 25–36.
- Flannery M., *Debt Maturity and the Deadweight Cost of Leverage: Optimally Financing Banking Firms*, „American Economic Review” 1994, vol. 84, s. 320–331.
- Flannery M., Rangan K., *What Caused the Bank Capital Build-up of the 1990s?*, „Review of Finance” 2008, no. 12, s. 391–429.
- Flejterski S., *W poszukiwaniu nowego paradygmatu zarządzania przedsiębiorstwami bankowymi*, Usługi 2009, Poznań, UE, Poznań 2009.
- Forbes D.P., Milliken F.J., *Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-making Groups*, „Academy of Management Review” 1999, no. 24(3), s. 489–505.
- Forum Obywatelskiego Rozwoju, *Wymogi Kapitałowe (Bazylea III)*, 14 listopada 2011.
- Foss D., Norden L., Weber M., *Loan Growth and Riskiness of Banks*, „Journal of Banking and Finance” 2010, vol. 34, s. 2929–2940.
- Francis B., Hasan I., Wu Q., *Do Corporate Boards Affect Firm Performance? New Evidence from the Financial Crisis*, Bank of Finland Research Discussion Papers 11, Helsinki 2012.

- Franks J., Harris R., *Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955–85*, „Journal of Financial Economics” 1989, vol. 23, s. 225–249.
- Franks J., Mayer C., *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, „Journal of Financial Economics” 1996, vol. 40, s. 163–181.
- Franks J., Mayer J., Renneboog L., *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?*, „Journal of Financial Intermediation” 2001, vol. 10(3–4), s. 209–248.
- Freeman R.E., *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston 1984.
- Freeman R.E., Reed D.L., *Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*, „California Management Review” 1984, no. 3, s. 88–106.
- Gad J., *Działalność komitetu audytu a wiarygodność sprawozdań finansowych w obliczu kryzysu*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 123–136.
- Grelowski M., *W dążeniu do korporacyjnej poprawności*, „Harvard Business Review Polska” 2006, nr 5, s. 112–113.
- Gropp R., Heider F., *The Determinants of Bank Capital Structure*, „Review of Finance” 2010, vol. 14, s. 587–622.
- Grosfeld I., *Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market*, William Davidson Institute Working Paper, no. 834, Ann Arbor (USA) 2006.
- Gruszczyński M., *Empiryczne finanse przedsiębiorstw*, Difin SA, Warszawa 2012.
- Guest P., *The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK*, „The European Journal of Finance” 2009, vol. 15, Issue 4, s. 385–404.
- Hackman J.R., *The Design of Work Teams*, [w:] J.W. Lorsch (ed.), *Handbook of Organizational Behaviour*, Englewood Cliffs, Prentice-Hall 1987, s. 375–342.
- Hall B.J., Liebman J.B., *Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?*, „Quarterly Journal of Economics” 1998, vol. 113, Issue 3, s. 653–691.
- Healy P.M., Palepu K.G., Ruback R.S., *Does Corporate Performance Improve after Mergers?*, „Journal of Financial Economics” 1992, vol. 31, s. 135–175.
- Heffernan S., *Nowoczesna bankowość*, przeł. J. Horowska, E.M. Kądziela, M. Janowski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Heremans D., *Corporate Governance Issues for Banks. A Financial Stability Perspective*, Working Papers Department of Economics, Faculty of Economics and Business, Department of Economics, Leuven 2007.
- Hermalin B., Weisbach M., *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, „Financial Management” 1991, vol. 20, s. 101–112.
- Higson C., Elliott J., *Post-Takeover Returns: The UK Evidence*, „Journal of Empirical Finance” 1998, vol. 5, s. 27–46.
- Hill C.W.L., Jones T.M., *Stakeholder Agency Theory*, „Journal of Management Studies” 1992, vol. 29/2, s. 131–154.

- Himmelberg Ch., Hubbard R.G., Palia D., *Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 53, s. 353–384.
- Hodgson G.M., *The Evolution of Institutional Economics. Agency, Structure and Darwinism in America Institutionalism*, Routledge, London–New York 2004.
- Hofstede G., *Kultury i organizacje*, przeł. M. Durska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Holland R., *Bank Holding Companies and Financial Stability*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1975, vol. 10, no. 4, s. 577–587.
- Hooke J.C., *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję*, przeł. K. Półtorak, K. Tokarczyk, K.E. Liber, Warszawa 1998.
- Houmes R.E., Skantz T.R., *Highly Valued Equity and Discretionary Accruals*, „Journal of Business Finance and Accounting” 2010, vol. 37, s. 60–92.
- Hung H., *A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards*, „Corporate Governance Research Papers” 1998, vol. 6, no. 2, s. 102–103.
- Husson M.R., Parrino R., *The Effects of Management Turnover on Firm Performance*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (eds), *Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, Wiley, Hoboken 2010, s. 323–344.
- Illing M., Paulin G., *The New Basel Capital Accord and the Cyclical Behaviour of Bank Capital*, Bank of Canada, Working Paper 2004–30, Canada, August 2004.
- Ilona D., *Board Quality and Firm Performance*, Master Dissertation, University Utara Malaysia, Malaysia 2008.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Ewolucja regulacji w zakresie adekwatności kapitałowej banków*, „Bezpieczny Bank” 2004, nr 1(22), s. 89–100.
- Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Szelągowska A., Zawadzka Z., *Bankowość. Instytucje, operacje, zarządzanie*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2013.
- Jakubczyk B., Lewandowska J., *Teorie struktury kapitału w literaturze światowej*, „Finanse i Prawo Finansowe” 2014, t. I(4), s. 65–81.
- Janiak A., *Bank jako instytucja zaufania publicznego*, „Glosa – Przegląd Prawa Gospodarczego” 2003, nr 2, s. 153–163.
- Jaworski W.L., Zawadzka Z., *Bankowość: podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2001.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3, s. 305–360.
- Jensen M.C., Murphy K.J., *CEO Incentives – It’s not how much You Pay, but how*, „Harvard Business Review” 1990, no. 3, s. 138–153.
- Jensen M.C., Murphy K., *Performance Pay and Top-management Incentives*, „Journal of Political Economy” 1990, vol. 98, s. 225–264.
- Jensen M.H., *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, „The Journal of Finance” 1993, vol. 48, Issue 3, s. 873.

- Jerzemowska M., *The Main Agency Problems and Their Consequences*, „Acta Oeconomica Pragensia” 2006, vol. 14/3, s. 9–17.
- Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
- Jerzemowska M., Golec A., Zamojska A., *Corporate Governance. BRIC i Polska na tle krajów rozwiniętych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015.
- Jeżak J., *Czynniki determinujące efektywność nadzoru właścicielskiego – doświadczenia zachodnie i krajowe*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 3, s. 25–30.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 119.
- Jeżak J., *Rada nadzorcza a sytuacja kryzysowa w spółce*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 51–64.
- Jeżak J., *Rada nadzorcza w procesie kreowania wartości spółki – potrzeba zmian modelowych i organizacyjnych*, „Zarządzanie i Finanse” 2012, nr 4, cz. 1, s. 237–250.
- Joskow P., Rose N., *CEO Pay and Firm Performance: Dynamics, Asymmetries and Alternative Performance Measures*, NBER Working Paper, no. 4976, Cambridge Massachusetts 1994.
- Jurajda S., Stancik J., *Foreign Ownership and Corporate Performance: The Czech Republic at EU Entry*, Working Paper Series 389, Prague 2009.
- Katzenbach J.R., Smith D.K., *The Discipline of Teams*, „Harvard Business Review” 1993, vol. 71, s. 111–120.
- Kiel G., Nicholson G., *Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience In-forms Contrasting Theories of Corporate Governance*, „Corporate Governance: An International Review” 2003, vol. 11, no. 3, s. 189–205.
- Kil K., *Determinanty bezpieczeństwa finansowego banków giełdowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej*, „Zarządzanie Finansami i Rachunkowość” 2015, nr 3(4), s. 5–17.
- Kil K., Baraniecki B., *Analiza bezpieczeństwa finansowego banków w Polsce i pozostałych krajach Unii Europejskiej z wykorzystaniem indeksu Z-score*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, cz. 1, s. 268–282.
- Kirkpatrick G., *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2009, Issue 1, s. 61–87.
- Kleff V., Weber M., *How Do Banks Determine Capital? Empirical Evidence from Germany*, „German Economic Review” 2008, vol. 9, Issue 3, s. 354–372.
- Klepczarek E., *Capital Adequacy of the Selected Banks in Poland on the Background of the Guidelines of Basel III Regime*, „Contemporary Problems in Corporate Governance” 2016, no. 3, s. 117–139.
- Klepczarek E., *Corporate governance w sektorze bankowym. Lekcje z upadku banku Lehman Brothers*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016.

- Klepczarek E., *The Credibility of Credit Ratings*, „Knowledge Horizons – Economics” 2015, vol. 7, no. 3, s. 33–38.
- Klepczarek E., *Polityka rachunkowości banku Lehman Brothers jako istotny element osłabiający działanie mechanizmów nadzorczych*, [w:] E. Walińska (red.), *Ekonomia i zarządzanie w teorii i praktyce*, t. 7, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 97–108.
- Kocenda E., Svejnar J., *Ownership and Firm Performance after Large-Scale Privatization*, William Davidson Institute Working Paper, no. 471a, Ann Arbor (USA) 2003.
- Kochaniak K., *Kapitał regulacyjny sektora bankowego w Polsce na tle rozwiązań Bazylei III*, „Polskie Towarzystwo Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe” 2011, t. 11, s. 155–170.
- Koke J., *The Market for Corporate Control in Germany: Causes and Consequences of Changes in Ultimate Share Ownership*, Working Papers, Centre for European Economic Research, 2004.
- Kokoszczczyński R., *Money and Capital Market Reforms in Poland*, [w:] J. Bonin, I. Szekely (eds), *Development and Reform of the Financial System in Central and Eastern Europe*, Edward Elgar, London 1995, s. 257–267.
- Kołodkiewicz I., *Nadzór korporacyjny, perspektywa międzynarodowa*, Poltext, Warszawa 2002.
- Kołodkiewicz I., *Niezależny członek rady nadzorczej w Polsce. Podsumowanie pierwszej dekady doświadczeń*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 235–260.
- Krivongorsky V., *Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe*, „The International Journal of Accounting” 2006, vol. 41, s. 176–197.
- Kulesza T., *Nadzór korporacyjny a zarządzanie spółką kapitałową*, LexisNexis, Warszawa 2002.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W., *Investor Protection and Corporate Valuation*, „Journal of Finance” 2002, vol. 57(3), s. 1147–1170.
- Lajili K., Zéghal D., *A Content Analysis of Risk Management Disclosures in Canadian Annual Reports*, „Canadian Journal of Administrative Sciences” 2005, vol. 22(2), s. 125–142.
- Larcer D., Tayan B., *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*, Pearson Education, Upper Saddle River 2011.
- Lee S., *Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea*, University of Utah, Department of Economics Working Paper Series, Salt Lake City 2008.
- Letza S., Sun X., *Corporate Governance: Paradigms, Dilemmas and Beyond*, „The Poznań University of Economics Review” 2002, vol. 2, no. 1, s. 43–65.
- Linsley P.M., Shrives P.J., *Examining Risk Reporting in UK Public Companies*, „Journal of Risk Finance” 2005, no. 6(4), s. 292–305.

- Lipton M., Lorsch J.W., *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, „The Business Lawyer” 1992, vol. 48, no. 1, s. 59–77.
- Lis K.A., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Lorsch J.W., Sailer J.S., *Rada a ocena działalności spółki*, [w:] M. Hensel (red.), *W poszukiwaniu skutecznej rady, czyli o kontroli spółek akcyjnych w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1995, s. 101–112.
- Mace M.L., *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston 1971.
- Maćkowiak E., *Fuzje i przejęcia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2012, nr 737, s. 119–135.
- Mak Y.T., Li Y., *Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore*, „Journal of Corporate Finance” 2001, vol. 7, s. 236–256.
- Małecki M., *Regulacje sektora bankowego*, Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego SGH, nr 94, Warszawa 2014.
- Marcinkowska M., *Corporate governance w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2014.
- Marcinkowska M., *Nowy ład bankowości*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 43–62.
- Masnoon M., Rauf M., *Impact of Corporate Governance on Capital Structure – A Study of KSE Listed Firms*, „Global Management Journal for Academic & Corporate Studies” 2013, vol. 3, no. 1, s. 94–110.
- Maug E., *Boards of Directors and Capital Structure: Alternative forms of Corporate Restructuring*, „Journal of Corporate Finance” 1997, vol. 3, Issue 2, s. 113–139.
- McConnell J., Servaes H., *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, „Journal of Financial Economics” 1990, vol. 27, s. 595–612.
- McNaughton D., *Zarządzanie nowoczesnym bankiem w okresie zmian, efektywne zarządzanie zmianami*, przeł. Z. Całka, Fundacja WIB, Warszawa 1995.
- Mehran H., Morrison A., Shapiro J., *Corporate Governance and Banks: What Have We Learned from the Financial Crisis?*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports no. 502, New York 2011.
- Mendel T., *Próba określenia wpływu poszczególnych grup interesów (stakeholders) na zarządzanie przedsiębiorstwami*, [w:] S. Rudolf (red.), *Efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 82–85.
- Mesjasz Cz., *Kontrakty i relacje przedstawicielstwa w nadzorze nad przedsiębiorstwem*, „Organizacja i Kierowanie” 1998, nr 4, s. 55–68.
- Mesjasz Cz., *Teoretyczne podstawy władania korporacyjnego: Wprowadzenie*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Mesjasz Cz., *Teorie nadzoru korporacyjnego*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 179–194.

- Mesjasz Cz., Rogowski W., *Definicje stabilności finansowej*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 15–26.
- Mihai I.O., Mihai C., *The Impact of Foreign Ownership on the Performance of Romanian Listed Manufacturing Companies*, „The International Journal of Management Science and Information Technology” 2012, vol. II, s. 106–122.
- Mikita M., *Pakiet CRD IV/CRR i jego wpływ na rynek bankowy Unii Europejskiej*, „Myśl Ekonomiczna i Polityczna” 2013, nr 3(42), s. 17–27.
- Miklaszewska E., Mikołajczyk K., *Foreign Bank Entry and Bank Performance in Poland: Testing the Global Advantage Hypothesis*, „Journal of Money, Investment and Banking” 2009, Issue 10, s. 57–78.
- Miklaszewska E. (red.), *Bank na rynku finansowym: Problemy skali, efektywności i nadzoru*, Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
- Mili M., Sahut J.M., Trimeche H., *Determinants of the Capital Adequacy Ratio of a Foreign Bank's Subsidiaries: The Role of the Interbank Market and Regulation of Multinational Banks*, IPAG Business School Working Paper 2014-366, Paris 2014.
- Miller D., Sardais C., *Angel Agents: Agency Theory Reconsidered*, „Academy of Management Perspectives” 2011, vol. 25(2), s. 6–13.
- Miller M., *Do the M&M Propositions Apply to Banks?*, „Journal of Banking and Finance” 1995, vol. 19(3), s. 483–489.
- Minguez-Vera A., Martin A., *Gender and Management on Spanish SMEs: An Empirical Analysis*, „International Journal of Human Resources Management” 2011, vol. 21(2), s. 371–388.
- Mishkin F., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 6th edition, Addison Wesley, New York 2000.
- Monitoring banków 2015*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2016.
- Monks R.A.G., *Corporate Governance and Value: Appearance and Reality*, „European Business Forum”, Spring 2001, Issue 5.
- Monks R.A.G., Minow N., *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*, Blackwell, Cambridge 1996.
- Morck R., Schleifer A., Vishny R., *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics” 1998, vol. 20, s. 293–315.
- Moszyński M., Stocka A., *Kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych a model nadzoru nad rynkiem finansowym*, „Acta Universitatis Nicolai Copernici” 2008, z. 388, s. 165–179.
- Myers S., *The Capital Structure Puzzle*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39, s. 574–592.
- Myers S., Rajan R., *The Paradox of Liquidity*, „Quarterly Journal of Economics” 1998, vol. 113, s. 733–771.
- Nesbitt S.L., *Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the CalPERS Effect*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1994, vol. 6, s. 75–80.

- Newman H.A., Mozes H.A., *Does the Composition of the Compensation Committee Influence CEO Compensation Practices?*, „Financial Management” 1999, vol. 28, s. 41–53.
- Neumann R., Voetmann T., *CEO Turnovers and Corporate Governance: Evidence from the Copenhagen Stock Exchange*, Working Paper, Copenhagen Business School, Copenhagen 1999.
- Nguyen H., Faff R., *Impact of Board Size and Board Diversity on Firm Value: Australian Evidence*, „Corporate Ownership and Control” 2012, no. 4, s. 24–32.
- North D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.
- Ntim C.G., Osei K.A., *The Impact of Corporate Board Meetings on Corporate Performance in South Africa*, „African Review of Economics and Finance” 2011, vol. 2, no. 2, s. 83–103.
- NUK – Nowa Umowa Kapitałowa, „Zeszyty BreBank-CASE” 2008, nr 98, s. 1–24.
- Opalski A., *Prawo gospodarcze i handlowe. Rada nadzorcza w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006.
- Opler T., Sokobin J., *Does Coordinated Institutional Activism Work? An Analysis of the Activities of the Council of Institutional Investors*, Working Paper, Ohio State University, Fisher College of Business, Columbus 1997.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 289–293.
- Osterbaerg P.W., Thompson B.J., *Optimal Financial Structure and Bank Capital Requirements: An Empirical Investigation*, Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper, no 9007, Cleveland, Ohio 1990.
- Oxelheim L., Randøy T., *The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value*, „Journal of Banking and Finance” 2003, vol. 27, s. 2369–2392.
- Palepu K.G., *Consequences of Leveraged Buyouts*, „Journal of Financial Economics” 1990, vol. 27, s. 247–262.
- Pawłowicz L., *Hazard moralny w finansach i bankowości*, [w:] *Sektor bankowy w Europie. Co zmienił kryzys?*, „Zeszyty BRE Bank – CASE” 2013, nr 126, s. 27–31.
- Pawłowicz L., *Systemy wynagrodzeń menedżerów ukierunkowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie i Finanse” 2014, t. 12, nr 3/1, s. 91–112.
- Pawłowicz L., Wierzba R., *Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 8–9, s. 3–23.
- Pearce J.A., Zahra S.A., *Board Compensation from a Strategic Contingency Perspective*, „Journal of Management Studies” 1992, vol. 29, s. 411–438.
- Peszko A., *Rada nadzorcza w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2006.
- Pfeffer J., Salancik G.R., *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper and Row, New York 1978.
- Post C., Byron K., *Women on Boards and Firm Financial Performance: A Meta-analysis*, „Academy of Management Journal” 2014, no. 5, s. 1546–1571.

- Postma T., Ees van H., Sterken E., *Board Composition and Firm Performance in the Netherlands*, „Eastern Economic Journal” 2001, vol. 29, no. 1, s. 41–58.
- Postrach K., *Cele nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach giełdowych*, [w:] S. Rudolf (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006, s. 185–198.
- Postrach K., *Kierunki poprawy transparentności w spółkach publicznych*, [w:] S. Rudolf (red.), *Ekonomiczne i społeczne problemy nadzoru korporacyjnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 123–144.
- Postrach K., *Struktura własności polskich banków w świetle nowych regulacji systemu bankowego Unii Europejskiej*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 129–142.
- Postrach K., *Teoria agencji a teoria stewarda w nadzorze korporacyjnym*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 287–298.
- Postuła I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013.
- PricewaterhouseCoopers, *Rady Nadzorcze 2015. Trendy i kierunki zmian*, PwC Polska Sp. z o.o., Warszawa 2015.
- Rechner P.L., Dalton D.R., *Board Composition and Shareholder Wealth: An Empirical Assessment*, „International Journal of Management” 1986, vol. 3(2), s. 86–92.
- Roe M.J., *The Institutions of Corporate Governance*, Harvard Law School Discussion Paper, no. 488, Massachusetts 2004.
- Rogowska E., *Rezerwy na ryzyko związane z działalnością banków*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 24, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.
- Rogowski W., Lipski M., *Koncentracja sektora bankowego w Polsce*, [w:] *O nowy ład finansowy w Polsce. Rekomendacje dla animatorów życia gospodarczego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015, s. 49–50.
- Rosińska M., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa w oparciu o teorie instytucjonalne – koncepcja „instytucjonalizmu organizacyjnego przedsiębiorstwa”*, „Acta Universitatis Lodzianensis” 2008, Folia Oeconomica 221, s. 257–275.
- Rudolf S., *Analiza instytucjonalna nadzoru korporacyjnego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 161–162.
- Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., *Efektywny nadzór korporacyjny*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
- Saad N.M., *Corporate Governance Compliance and the Effects to Capital Structure in Malaysia*, „International Journal of Economics & Finance” 2010, vol. 2, Issue 1, s. 105–114.
- Samborski A., *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorczość organizacyjna*, „Problemy Zarządzania” 2015, t. 13, nr 4, s. 207–221.

- Samborski A., *Nadzór korporacyjny a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, [w:] J. Pyka (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług. Dynamika zmian w polskim przemyśle i usługach*, TNOiK, Katowice 2011, s. 373–385.
- Samborski A., *Problem przedstawicielstwa w otwartych funduszach emerytalnych – wybrane aspekty*, „*Studia Prawno-Ekonomiczne*” 2016, t. C, s. 329–348.
- Schellenger M.H., Wood D.D., Tashakori A., *Board of Directors Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy*, „*Journal of Management*” 1989, vol. 15, s. 457–467.
- Schinasi G., *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, International Monetary Fund, Washington D.C. 2006.
- Schroeck G., *Risk Management and Value Creation in Financial Institution*, John Wiley and Sons, New York 2002.
- Shingjergji A., Hyseni M., *The Determinants of the Capital Adequacy Ratio in the Albanian Banking System during 2007–2014*, „*International Journal of Economics, Commerce and Management*” 2015, no. 3(1), s. 1–10.
- Shleifer A., Vishny R., *A Survey on Corporate Governance*, „*Journal of Finance*” 1997, vol. 52, s. 737–783.
- Shrader C.B., Blackburn V.B., Iles P., *Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study*, „*Journal of Managerial Issue*” 1997, vol. 9, no. 3, s. 355–372.
- Singh V., Vinnicombe S., Johnson P., *Women Directors on Top UK Boards*, „*Corporate Governance*” 2001, no. 9, s. 206–216.
- Słomka-Gołębiowska A., *Banki w Polsce w obliczu nowych regulacji dotyczących wynagrodzeń kadry zarządzającej*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 95–128.
- Słomka-Gołębiowska A., *Corporate Governance – banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2012.
- Słomka-Gołębiowska A., *Nadzór korporacyjny banków w Polsce w okresie kryzysu finansowego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 169–188.
- Słomka-Gołębiowska A., *Polityka wynagradzania kierownictwa banków. Regulacje i praktyka*, Wolters Kluwer, Warszawa 2016.
- Słomka-Gołębiowska A., Urbanek P., *Corporate Boards, Large Blockholders and Executive Compensation in Banks: Evidence from Poland*, „*Emerging Markets Review*” 2016, vol. 28, s. 203–220.
- Słomka-Gołębiowska A., Urbanek P., *How to Evaluate the Quality of Remuneration Policy? Evidence from the Polish Banking Sector*, 2017, mps.
- Smart S.B., Megginson W.L., Lucey B.M., *Introduction to Corporate Finance*, Cengage Learning EMEA, London 2008.

- Solarz J.K., *Audyt zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 137–152.
- Solarz J.K., *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996.
- Sołdek A., *Aktywność otwartych funduszy emerytalnych w nadzorze korporacyjnym*, „*Studia Prawno-Ekonomiczne*” 2016, t. XCIX, s. 346–365.
- Stiglitz J.E., *Principles of Financial Regulation. A Dynamic Portfolio Approach*, „*The World Bank Research Observer*” 2001, no. 1, s. 1–18.
- Stiglitz J.E., *Regulacja, globalizacja i ekonomika informacji*, „*CFO Magazyn Financistów*” 2005, nr 2, s. 11.
- Strasser J., *Dieses Know-How mus sein Verwaltungsratmitbringen*, „*Management Zeitschrift-IO*” 1989, no. 5, s. 27–30.
- Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, przeł. P. Borzęcki, M. Nowak, WIG-Press, Warszawa 1998.
- Sundstrom E., De Meuse K.P., Futrell D., *Work Teams: Applications and Effectiveness*, „*American Psychologist*” 1990, vol. 45, s. 120–133.
- Surdykowska S.T., *Kryzysy finansowe XX wieku i ich wpływ na systemowe regulacje jakości informacji wykorzystywanych przez inwestorów giełdowych*, [w:] M. Kuterka, S.T. Surdykowska (red.), *Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych*, Difin, Warszawa 2009, rozdz. 1.
- Szewc-Rogalska A., *Nierówności z pozycji interesów akcjonariuszy mniejszościowych*, „*Gospodarka Narodowa*” 2006, nr 10, s. 49–60.
- Todd A., *Corporate Governance Best Practices*, [w:] H.K. Baker, R. Anderson (eds), *Corporate Governance. A Synthesis of the Theory, Research and Practice*, Wiley, Hoboken 2010, s. 57–78.
- Trubalski A., *Wybrane aspekty implementacji dyrektyw Unii Europejskiej do systemu prawnego Rzeczypospolitej Polskiej*, „*Przegląd Prawa Konstytucyjnego*” 2013, nr 1(13), s. 173–197.
- Tyrajski Ł., *Czynniki wpływające na jakość rady nadzorczej i jej wpływ na działalność spółki na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych*, „*Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*” 2015, nr 855, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 74, t. 1, s. 675–683.
- Tyrajski Ł., *Wpływ struktury właścicielskiej na efektywność działalności spółek notowanych na NewConnect*, „*Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*” 2013, nr 59, s. 311–320.
- Urbanek P., *Ewolucja funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 177–200.
- Urbanek P., *Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 83–96.

- Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Urbanek P., *Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Gospodarka Narodowa” 2010, nr 1–2, s. 19–34.
- Urbanek P., *Rynek kontroli nad korporacją w warunkach zamkniętego modelu kontroli (na przykładzie polskich spółek publicznych)*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe nr 9, Kraków 2011.
- Urbanek P., *Struktura własności i kontroli w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego” 2009, nr 1, s. 383–398.
- Urbanek P., *Teoretyczne aspekty ładu korporacyjnego*, [w:] A. Adamska, Cz. Mejszasz, P. Urbanek, *Ład korporacyjny. Władanie i kontrola w złożonym świecie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 13–54.
- Urbanek P., *Zmiany w akcjonariacie w polskich spółkach publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 417–433.
- Urbanek P. (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Uyemura D.G., Deventer van D.R., *Zarządzanie ryzykiem finansowym w bankach. Teoria i praktyka zarządzania aktywami i pasywami*, Związek Banków Polskich, Warszawa 1997.
- Vafeas N., *Board Meeting Frequency and Firm Performance*, „Journal of Financial Economics” 1999, vol. 53, s. 113–142.
- Vafeas N., *Further Evidence on Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation*, „Financial Management” 2003, vol. 32, s. 53–70.
- Walczak-Duraj D., *Socjologia dla Ekonomistów*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
- Walińska E., Gad J., *Rada nadzorcza jako użytkownik systemu informacyjnego rachunkowości w publicznych spółkach kapitałowych – doświadczenia polskiej praktyki*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 215–234.
- Wang K., Shailer G., *Ownership Concentration and Firm Performance in Emerging Markets: A Meta-analysis*, „Journal of Economic Surveys” 2015, vol. 29, Issue 2, s. 199–229.
- Warner J.B., Watts R.L., Wruck K.H., *Stock Prices and Top Management Changes*, „Journal of Financial Economics” 1988, vol. 20, s. 461–492.
- Wawrzyniak B., *Nadzór korporacyjny: perspektywa badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2, s. 17–38.
- Weisbach M.S., *Outside Directors and CEO Turnover*, „Journal of Financial Economics” 1988, vol. 20, s. 431–460.

- Wen Y., Rwegasira K., Bilderbeek J., *Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms*, „Corporate Governance: An International Review” 2002, vol. 10, Issue 2, s. 75–83.
- Wernelft B., *A Resource-Based View of the Firm*, „Strategic Management Journal” 1984, vol. 5(2), s. 111–180.
- Westphal J.D., Zajac E.J., *Substance and Symbolism in CEO’s Long-term Incentive Plans*, „Administrative Science Quarterly” 1994, vol. 39, no. 3, s. 367–390.
- Węclawski J., *Regulations of the Bank Sector in the EU in Response to the Financial Crisis*, „Financial Space” 2013, no. 1(9), s. 8–14.
- Węclawski J., *Unia bankowa jako element europejskiej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Annales UMCS” 2015, Sectio H, t. XLIX, z. 2, s. 233–246.
- Węclawski J., *Wielkie banki i ich rola w kryzysie finansowym*, „Annales UMCS” 2013 Sectio H, t. XLVII, z. 1, s. 219–229.
- Widz E., *Rejestracja i rozliczanie transakcji instrumentami pochodnymi OTC w Polsce*, „Annales UMCS” 2014, Sectio H, t. XLVIII, z. 4, s. 255–264.
- Wieczorek A., *Komitet audytu i komitet ds. wynagrodzeń w polskich bankach publicznych*, „Studia Prawno-Ekonomiczne” 2012, t. LXXXV, s. 309–340.
- Wieczorek A., *Komitet ds. ryzyka w polskim sektorze bankowym*, „Zarządzanie i Finance Journal of Management and Finance” 2015, vol. 13, no. 1, s. 59–78.
- Wieczorek A., *Niezależność członków rady nadzorczej na przykładzie polskich banków publicznych*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny a stabilność sektora finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 321–348.
- Williamson O.E., *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Wolf J.B., *The Effects of Agency Problems on the Financial Behavior, Performance and Efficiency of German Industrial Stock Corporations*, Peter Lang EuropaischerVerlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main 1999.
- Woods M., Dowd K., Humphrey C.G., *Credibility at Risk? The Accounting Profession, Risk Reporting and the Rise of VaR*, CRIS Discussion Paper Series 2004.III, Nottigham 2004.
- Yermack D., *Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52(2), s. 449–476.
- Yermack D., *Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors*, „Journal of Financial Economics” 1996, vol. 40, s. 185–211.
- Zahra S.A., Stanton W.W., *The Implications of Board of Directors’ Composition for Corporate Strategy and Performance*, „International Journal of Management” 1988, vol. 5(2), s. 229–36.
- Zając Cz., *Spoleczne i kulturowe problemy nadzoru korporacyjnego w procesach zmian właścicielskich dokonywanych przez przejęcia i fuzje*, [w:] P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 2017–220.

- Zalega K., *Nadzór bankowy i corporate governance a konkurencyjność sektora bankowego*, „Bank i Kredyt” 2003, s. 47–55.
- Zalega K., *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
- Zemzem A., Kacem O., *Risk Management, Board Characteristics and Performance in the Tunisian Lending Institutions*, „International Journal of Finance & Banking Studies” 2014, vol. 2, no. 1, s. 186–200.
- Zieliński T., *Współczesny bank wobec paradygmatu zaufania publicznego*, „Annales UMCS” 2013, Sectio H, t. XLVII, z. 3, s. 673–683.
- Zombrit J., *Nowa Umowa Kapitałowa. Ewolucja czy rewolucja*, Ce.De.Wu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2007.
- Zysk W., *Zjawisko dezinwestycji zagranicznych – przypadek repolonizacji polskiego sektora bankowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2016, nr 269, s. 259–271.

Akty normatywne i standardy środowiskowe

- Dobre Praktyki w spółkach publicznych 2005, Komitet Dobrych Praktyk i Forum Corporate Governance, Warszawa 29 października 2004 r.
- Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dn. 14 czerwca 2006 roku, Dz.U. UE L 224 z 16.08.2006 r.
- Dyrektywa 2006/48/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, zmieniająca Dyrektywę 2000/12/WE, Dyrektywa 2006/49/WE w sprawie adekwatności kapitałowej przedsiębiorstw inwestycyjnych i instytucji kredytowych, zmieniająca Dyrektywę 93/6/EWG, Dz.U. UE L.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z dnia 24 listopada 2010 roku w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i resekurytyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń, Dz.U. UE L.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.U. UE L.
- Orzeczenie TK z dnia 16 maja 1995 roku (k 12/93), OTK 1995.

- Pismo DOR/WR2/0735/10/2/MO/11 z dnia 23 grudnia 2011 roku KNF.
Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego obowiązującego od dnia 1 stycznia 2014 r.).
- Rekomendacja C dotycząca zarządzania ryzykiem koncentracji zaangażowań, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2002.
- Rozporządzenie CON/2012/5 Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, Dz.U. UE L.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U. 2009, nr 33, poz. 259.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 roku w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.U. UE L.
- Shareholder Bill of Rights Act of 2009, s. 1074.
- Uchwała nr 76/2010 KNF, załącznik nr 20.
- Uchwała nr 258/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego oraz zasad ustalania polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w banku. Dz.Urz. KNF.
- Uchwała nr 259/2011 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 4 października 2011 roku zmieniająca uchwałę w sprawie szczegółowych zasad i sposobu ogłaszania przez banki informacji o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczących adekwatności kapitałowej oraz zakresu informacji podlegających ogłaszaniu, Dz.Urz. KNF z dnia 23 listopada 2011 r.
- Uchwała nr 383/2008 KNF z dnia 17 grudnia 2008 roku w sprawie szczegółowych zasad funkcjonowania systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej oraz szczegółowych warunków szacowania przez banki kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania kapitału wewnętrznego. Dz.Urz. KNF.
- Uchwała nr 385/2008 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 17 grudnia 2008 roku w sprawie szczegółowych zasad i sposobu ogłaszania przez banki informacji o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczących adekwatności kapitałowej oraz zakresu informacji podlegających ogłaszaniu. Dz.Urz. KNF.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz.U. 2016, poz. 1047.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – *Prawo bankowe*, Dz.U. 1997, nr 140, poz. 939.

- Ustawa z dnia 15 września 2000 roku – *Kodeks spółek handlowych*, Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037.
- Ustawa z dnia 18 marca 2008 roku o zmianie ustawy o rachunkowości, Dz.U. 2008, nr 63, poz. 393.
- Ustawa z dnia 7 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym, Dz.U. 2009, nr 77, poz. 649; 2010, nr 182, poz. 1228.
- Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 roku o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, Dz.U. 2015, poz. 1513.
- Zalecenia KE z dnia 30 kwietnia 2009 roku uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń spółek notowanych na rynku regulowanym 2009/385/WE, Dz.U. UE L 120/28.
- Zalecenie KE z dnia 30 września 2009 roku w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych 2009/384/WE, Dz.U. UE L 120/22.

Pozostałe pozycje

- Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Bank and Banking Systems*, BCBS, December 2010.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing Bank Transparency Public Disclosure and Supervisory Information That Promote Safety and Soundness in Banking Systems*, Basel 1998.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations*, BIS, Basel, February 2006.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines, Corporate Governance Principles for Banks*, July 2015.
- Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard*, Basel, July 1988.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for Enhancing Corporate Governance*, BIS, Basel, October 2010.
- European Banking Authority, *EU Banking Structures*, September 2010.
- European Banking Authority, *Risk Dashboard. Data as of Q4 2015*, 2015.
- Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, *Drugi Filar Nowej Umowy Kapitałowej*, Dokument konsultacyjny DK/7/2F, listopad 2005.
- Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, *Metoda Zaawansowana wyliczania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego*, Dokument konsultacyjny DK/03/IRB, maj 2005.

- Komisja Europejska, *Zielona Księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego*, Bruksela 2011.
- Komisja Nadzoru Finansowego, *Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych*, Warszawa 2014.
- Narodowy Bank Polski, *Adekwatność kapitału. Fundusze własne*. Podręcznik inspekcji na miejscu, Warszawa, kwiecień 2007.
- Narodowy Bank Polski, *Instrukcja uzupełniająca do pakietu COREP*, Warszawa 2012.
- Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego w Polsce. Styczeń 2000–czerwiec 2001*, Warszawa 2001.
- Organisation for Economic Cooperation and Development, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Paris 2004.
- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, Warszawa 2016.
- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport o sytuacji banków w 2016 r.*, Warszawa 2017.

Źródła internetowe

- Andrzej S. Nartowski o corporate governance. *Wbrew naturze*, <http://www.andrzej-nartowski.pl/tag/niezalezni-w-rn/> (dostęp 18.07.2017).
- <https://fred.stlouisfed.org> (dostęp 22.07.2017).
- https://www.knf.gov.pl/crd/pakiet_crd4_sprawozdawczosc_bankowa.html (dostęp 17.08.2016).
- https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/RAPORT_O_SYTUACJI_BANKOW_2016_54435.pdf (dostęp 18.11.2017).
- NBP, *Statystyka monetarna i finansowa. Dane finansowe sektora bankowego*, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/naleznosci.html (dostęp 06.02.2017).
- Three Weeks that Changed the World*, „The Guardian”, 28.12.2008, <https://www.theguardian.com/business/2008/dec/28/markets-credit-crunch-banking-2008> (dostęp 12.08.2017).
- What Makes a Bank Significant?*, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/criteria/html/index.en.html> (dostęp 01.08.2017).
- The World Bank, *Bank Capital to Assets Ratio (%)*, <http://data.worldbank.org/indicator/FB.BNK.CAPA.ZS?locations=PL-EU-US> (dostęp 01.08.2017).
- The World Bank, *Financial Stability*, <http://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/background/financial-stability> (dostęp 03.02.2017).

Spis tabel

Tabela 1. <i>Corporate governance</i> – zakres znaczeniowy i odpowiadające mu polskie terminy	16
Tabela 2. Grupy interesariuszy współczesnego banku	32
Tabela 3. Cele działania banków	37
Tabela 4. Rodzaje ryzyka raportowane do NBP w standardzie COREP	60
Tabela 5. Różnice między audytem wewnętrznym i zewnętrznym w banku	65
Tabela 6. Trendy na rynku kapitałowym a ład korporacyjny	72
Tabela 7. Podstawowe różnice między kapitałami a funduszami własnymi banku – zestawienie dla banków działających w formie spółek akcyjnych i banków spółdzielczych	89
Tabela 8. Harmonogram wdrożenia minimalnych wymogów kapitałowych (Bazylea III) ...	96
Tabela 9. Zysk podlegający zatrzymaniu przy danym poziomie wskaźnika CET1 (w %)	97
Tabela 10. Wybrane charakterystyki rad i ich oddziaływanie na wyniki spółki	113
Tabela 11. Wybrane badania dotyczące relacji pomiędzy strukturą właścicielską a efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstw	119
Tabela 12. Determinanty wybranych wskaźników kapitału banków	132
Tabela 13. Liczebność rady oraz udział członków niezależnych w radach nadzorczych banków notowanych na GPW	144
Tabela 14. Udział kobiet w radach nadzorczych w bankach (w %)	147
Tabela 15. Wskaźnik jakości komitetu ds. ryzyka (WJKR) w bankach notowanych na GPW ...	150
Tabela 16. Struktura właścicielska banków notowanych na GPW. Stan na 31 grudnia 2015 r. ...	151
Tabela 17. Prezesi z zagranicznym obywatelstwem w bankach publicznych w Polsce	156
Tabela 18. Zmienne wchodzące w skład indeksu długookresowych programów motywacyjnych	159
Tabela 19. Wskaźnik długookresowych programów motywacyjnych dla banków notowanych na GPW	160
Tabela 20. Współczynnik wypłacalności w bankach notowanych na GPW	162
Tabela 21. Wykaz zmiennych objaśniających	169
Tabela 22. Podstawowe statystyki opisowe zmiennych	171
Tabela 23. Tablica korelacyjna	174
Tabela 24. Wyniki analizy regresji	177
Tabela 25. Zależności prognozowane vs zależności oszacowane	180

Spis rysunków i wykresów

Rysunek 1. Potencjalne konflikty agencyjne we współczesnym banku	26
Rysunek 2. Czynniki determinujące stabilność banku i zaufanie interesariuszy	34
Rysunek 3. Typologia teorii odnoszących się do rady spółki	48
Rysunek 4. Struktura wynagrodzenia zmiennego wg uchwały 258/2011 KNF z dnia 4 października 2001 r.	55
Rysunek 5. Konsolidacja sektora bankowego w Polsce	70
Rysunek 6. Struktura instytucjonalna sieci bezpieczeństwa finansowego w Polsce	82
Rysunek 7. Podstawowe normy ostrożnościowe w sektorze bankowym	83
Rysunek 8. Elementy oceny adekwatności kapitałowej banku	88
Rysunek 9. Rodzaje kapitałów banku.....	92
Wykres 1. Struktura pasywów sektora bankowego w Polsce.....	91
Wykres 2. Odsetek rad nadzorczych, którym przewodniczy osoba powiązana ze spółką ...	147
Wykres 3. Kraj pochodzenia akcjonariuszy dominujących w polskich bankach publicznych, stan na dzień 31 grudnia 2015 r.....	153
Wykres 4. Udział pakietów akcji w rękach OFE (średnia dla wszystkich banków notowanych na GPW)	154
Wykres 5. Liczba zmian na stanowiskach prezesa w bankach notowanych na GPW	157

