

Olgierd Swiatkiewicz¹

CORPORATE GOVERNANCE W PORTUGALII A OCENA WYNIKÓW FIRMY

Streszczenie

W niniejszym artykule, w oparciu o przegląd literatury, analizuje się różne aspekty koncepcji nadzoru korporacyjnego. Po wprowadzeniu, w którym wyjaśnia się cel podejmowanego badania, opisuje się ogólne założenia problematyki nadzoru korporacyjnego. Przechodząc z kolei do kwestii nadzoru korporacyjnego w Portugalii, omawia się jeden ze środków instytucjonalnych na poziomie krajowym [Código de Governo das Sociedades da CMVM, 2013], który zakłada podniesienie wyników osiąganych przez spółki. W dalszej części przytacza się wyniki badań, w których próbuje się powiązać środki/narzędzia/praktyki/mechanizmy nadzoru korporacyjnego z wynikami ekonomiczno-finansowymi osiąganymi przez firmy, które wdrażają te środki/narzędzia/praktyki/mechanizmy, jak również przedstawia się wyniki spółek portugalskich pod względem wdrażania środków/narzędzi nadzoru korporacyjnego zgodnie ze sprawozdaniami CMVM z 2009 i 2012 roku. W podsumowaniu podnosi się kwestię ograniczeń podejścia oraz przedstawia wskazówki dalszego rozwoju tej problematyki.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, ocena wyników firmy, Portugalia

CORPORATE GOVERNANCE IN PORTUGAL AND EVALUATION OF FIRMS' PERFORMANCE

Summary

In the present paper, based upon a review of the literature, we define and analyse various aspects of the concept of corporate governance. Having stated the purpose of the study, we describe the assumptions of the analysed problem. In the next part, where corporate governance in Portugal is discussed, we present one of the institutional measures used at a national level, which aims at enhancing corporate performance [Código de Governo das Sociedades da CMVM, 2013]. Subsequently, we present the results of studies that attempt to relate measures of corporate governance with the performance of companies that adopt these measures. We also discuss the performance of Portuguese companies as regards the implementation of the measures/practices of corporate governance according to the reports of CMVM of 2009 and 2012. Finally, we raise the question of the limitations of the approach under discussion and present several recommendations for future inquiry.

Key words: corporate governance, evaluation of firms' performance, Portugal

1. Wstęp

Corporate governance to jedno z bardziej aktualnych zagadnień obecnych w debatach na temat działalności przedsiębiorstw i ich roli w społeczeństwie [Balgobin, 2008]. Pokłada się w nim duże nadzieje na uzdrowienie gospodarek różnych krajów, a w Europie pisze się nawet o systematycznym postępie we wdrażaniu standardów *corporate governance* oraz przechodzeniu od przestrzegania wdrażanych zasad do uzyskiwanych wyników [Albert-Roulhac, 2008]. Jednocześnie skandale finansowe i etyczne związane z takimi firmami, jak Enron lub WorldCom w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Parmalat lub Ahold w Europie [Hermes, Postma, Zivkov, 2006; Balgobin, 2008], zaś na rynku portugalskim Banco Português de Negócios [„Diário de Notícias”, 2011] lub Banco Privado Português [Lima, 2013], oraz rola, jaką odegrały w tym ich zarządy i/lub rady dyrektorów/nadzorcze pokazują, że należy zwracać większą uwagę na tę problematykę [Hermes, Postma, Zivkov, 2006; Santos, b.d.].

Jednym z celów niniejszego opracowania jest ogólne przedstawienie problematyki *corporate governance* w praktyce działalności przedsiębiorstw, zwłaszcza zaś tych przedsiębiorstw, które działają na rynku portugalskim. Celem dodatkowym jest natomiast przedstawienie problematyki *corporate governance* w powiązaniu z wynikami osiąganymi przez firmy, zarówno pod względem ekonomicznym (*bottom line*), jak też z wdrażaniem instrumentów (narzędzi, mechanizmów, dobrych praktyk) nadzoru korporacyjnego.

W niniejszym opracowaniu skorzystano z przeglądu literatury badawczej oraz dokumentów źródłowych (sprawozdań, kodeksów itp.) celem omówienia problematyki *corporate governance* w Portugalii.

Przedstawianie problematyki *corporate governance* rozpoczyna się od zdefiniowania samego pojęcia i określenia jego granic, tzn. które środki/narzędzia/praktyki/mechanizmy zaliczać będziemy do *corporate governance*, a których nie. W następnym rozdziale omawia się założenia problematyki *corporate governance*. Skupiając się zaś na kwestii *corporate governance* w Portugalii, omawia się z kolei jeden ze środków instytucjonalnych *corporate governance* w tym kraju, czyli zalecenia kodeksu Comissão do Mercado de Valores Mobiliários – CMVM² [Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 1999; Código de Governo das Sociedades da CMVM, 2013]. W kolejnym rozdziale przedstawia się wyniki wybranych badań nad środkami *corporate governance*, wdrażanymi w firmach i osiąganymi przez nie wynikami ekonomiczno-finansowymi, zaś w przedostatnim rozdziale porównuje się wyniki osiągane przez przedsiębiorstwa na rynku portugalskim we wdrażaniu środków *corporate governance*, zalecanych przez CMVM na podstawie dwóch rocznych sprawozdań z roku 2009 i 2012 [Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2009, 2012]. Problematykę nadzoru korporacyj-

¹ dr Olgierd Swiatkiewicz – profesor Polytechnic Institute of Setubal, Higher School of Technology of Setubal, Portugal

² CMVM (Portuguese Securities Market Commission) w Portugalii to instytucjonalny odpowiednik polskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, a obecnie Komisji Nadzoru Finansowego.

nego w Portugalii kończy się podsumowaniem, w którym omawia się również ograniczenia prezentowanego zagadnienia.

2. Koncepcja *corporate governance*

Corporate governance (ang.), czyli nadzór korporacyjny/właścicielski lub ład korporacyjny/organizacyjny, itp. (*governança das empresas/empresarial, governança corporativa/organizacional, governo das sociedades/empresas* – port.), to zbiór procesów, praktyk, zwyczajów, środków, narzędzi, mechanizmów, decyzji, norm, regulacji i instytucji, dotyczących sposobu, w jaki przedsiębiorstwo (firma) jest zarządzane, kierowane i kontrolowane [Zasady nadzoru korporacyjnego OECD, 2004; Balgobin, 2008]. Nadzór korporacyjny dotyczy także związków firmy z interesariuszami (*stakeholders*) oraz zasad, którymi kieruje się firma podczas wyznaczania sobie celów oraz określania środków ich realizacji, włączając w to również ocenę osiągniętych wyników [Zasady nadzoru korporacyjnego..., 2004; Balgobin, 2008].

Ruhanen i in. [2010] w celu dokonania syntezy literatury na temat wielowymiarowego pojęcia *governance* poddali metaanalizie 53 artykuły naukowe poświęcone tej tematyce z lat 1990-2009. Autorzy wyodrębnili 40 odmiennych wymiarów, z których sześć było najczęściej cytowanych w obu dziedzinach zastosowania (naukach politycznych i zarządzaniu organizacjami), a mianowicie: odpowiedzialność, przejrzystość, zaangażowanie, struktura, skuteczność/efektywność i władza.

Pojęcie *corporate governance* definiowane jest czasem w sposób zawężony, jako związek przedsiębiorstwa ze swoimi akcjonariuszami/właścicielami, kiedy indziej zaś szeroko, jako związek przedsiębiorstwa ze swoimi *stakeholders*, czyli interesariuszami [Teixeira, 2005].

Turnbull [1995] definiuje pojęcie nadzoru korporacyjnego dość szeroko, a mianowicie w taki sposób, aby obejmowało ono wszystkie typy firm (publicznych i prywatnych, nastawionych na zysk i tych, które działają dla dobra społecznego/publicznego) oraz inne organizacje i instytucje społeczne związane z działalnością produkcyjną (szpitale, szkoły, kluby, stowarzyszenia itp.). Według niego *corporate governance* „opisuje wszelkie wpływy dotyczące procesów instytucjonalnych, w tym powoływania kontrolerów i/lub regulatorów, zaangażowanych w organizację produkcji i sprzedaż dóbr i usług”.

Pojęcie nadzoru korporacyjnego jest dość luźno zdefiniowane, ma niesprecyzowane, niewyraźne granice, albowiem obejmuje szeroki zakres odmiennych zjawisk ekonomiczno-społecznych [Ruhanen i in., 2010].

Nadzór korporacyjny jest przedmiotem dużego zainteresowania społecznego ze względu na znaczenie, jakie się mu przypisuje jeśli chodzi o jego wpływ na zdrowie gospodarcze przedsiębiorstw oraz całego społeczeństwa [Santos, b.d.; Zasady nadzoru korporacyjnego OECD, 2004].

Według Moreiry, Gonçalvesa i Oliveiry [2004] „idea ‘ładu/nadzoru’ umożliwia zbliżenie działalności gospodarczej do najsłabszych celów działalności

politycznej, rozumianej jako sztuka rządzenia, która wymaga talentu artysty, a zatem nie powinna być ograniczana do zwykłych technik zarządzania. Jesteśmy jednak świadomi, że takie zbliżenie może mieć również skutki ujemne: złe zarządzanie, niegospodarność, nadużycia finansowe, korupcję, itp.” [s. 3].

Nadzór korporacyjny to problematyka z pogranicza różnych dziedzin nauki, obejmująca takie przedmioty, jak mikroekonomia, ekonomika przedsiębiorstw, prawo, psychologia, socjologia, nauki polityczne, zarządzanie, finanse, teoria informacji i teoria organizacji [Turnbull, 1997].

W literaturze przedmiotu można spotkać kilka konkurujących ze sobą modeli lub teorii nadzoru korporacyjnego. Turnbull [1997], korzystając z opracowań Hawleya i Williamsa oraz Shleifera i Vishny’ego, opisuje cztery zasadnicze modele nadzoru korporacyjnego występujące w literaturze: model finansowy, model stewarda (*stewardship model*), model interesariuszy (*stakeholder model*) i model polityczny. Dodaje ponadto perspektywę kulturową, sprawowania władzy, oraz cybernetyczną, które, mimo że istotne, uważa za zaniebdywane przez większość autorów.

Według Ruhanena i in. [2010] wśród badaczy istnieje zgoda co do trzech wspólnych cech charakteryzujących *governance*. Przede wszystkim, *governance* to nie synonim *government*, czyli rządu, lecz szersze pojęcie dotyczące zasad/reguł i kierowania/sterowania; stąd też nadzór pociąga za sobą mniej kontroli i przewidywalności oraz mniej narzuconej hierarchii i przywództwa; nadzór wiąże się też z koniecznością zarządzania interesami różnych *stakeholders* [Ruhanen i in., 2010; Raquel i Andrade, 2010]. Z kolei Raquel i Andrade [2010] piszą, że zgoda wśród badaczy odnosi się raczej do tego, w jaki sposób nadzór jest sprawowany, niż tego, czego on dotyczy, czyli wiąże się bardziej z procesem nadzoru, jakością instytucji oraz ich skutecznością.

W niniejszym opracowaniu poprzestajemy na ogólnym zarysie najpopularniejszego i najczęściej wykorzystywanego modelu finansowego, stanowiącego szczególny przypadek teorii politycznej [Turnbull, 1997]. Model ten, oparty na teorii agencji i teorii kosztów transakcyjnych, wzbogacany jest przez licznych autorów oraz praktyków życia gospodarczego o elementy pozostałych teorii, szczególnie zaś teorii interesariuszy i teorii sprawowania władzy, a także pozostaje pod wpływem stosowanych w różnych krajach praktyk nadzoru korporacyjnego oraz uzasadnienia ich użyteczności. Stąd też przedstawione w dalszej części założenia tej problematyki mają charakter bardziej eklektyczny.

3. Założenia problematyki *corporate governance*

Między własnością/posiadaniem firmy (przedsiębiorstwa) a jego administracją/zarządem istnieje rozdział, który ma na celu zwiększenie efektywności jej działania (teoria agencji). Sytuacja ta jest wynikiem procesu przekształcania się małych firm rodzinnych w duże organizacje (korporacje), takie jak spółki akcyjne, których własność jest wielopodmiotowa, rozproszona i oddzielona od ich

kontroli [Turnbull, 1997; Heracleous, 2001; Monteiro, 2006; Rodrigues, Seabra, Mata, 2008; Balgobin, 2008; Gill, Vijay, Jha, 2009; Ruhanen i in., 2010].

To oddzielenie własności od kontroli firmy stwarza sytuację, w której interesy tych, którzy zarządzają firmą lub ją kontrolują (agentów) oraz tych, którzy są jej posiadaczami (właścicieli, akcjonariuszy, wierzycieli) mogą nie być zgodne (konflikt interesów; koszty agencji), co zresztą potwierdzają częste skandale i bankructwa wielkich korporacji [Heracleous, 2001; Rodrigues, Seabra, Mata, 2008; Balgobin, 2008; Gill, Vijay, Jha, 2009]. Rozbieżność lub konflikt interesów może nie tylko szkodzić samemu przedsiębiorstwu (wpływając na jego wyniki ekonomiczno-finansowe – *bottom line*) oraz jego właścicielom (zwrot z inwestycji), lecz również wpływa na szerszą społeczność (*stakeholders; triple bottom line*; asymetria informacji) [Moreira, Gonçalves, Oliveira, 2004]. Obecnie problem nadzoru korporacyjnego nie dotyczy wyłącznie związków łączących właścicieli z organami i osobami zarządzającymi firmą, lecz wiąże się on również z kwestią drobnych inwestorów i dominujących (dysponujących kontrolnymi pakietami udziałów/akcji) akcjonariuszy/udziałowców (problem asymetrii informacji), albowiem ci ostatni, poprzez swój znaczący udział w kapitale spółki, posiadają kontrolę nad organami zarządzającymi [Monteiro, 2006]. Ważną kwestią są też zasady traktowania akcjonariuszy/udziałowców zagranicznych [*Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD*, 2004].

Z zaistniałej sytuacji wynika problem agencji i związanych z nią kosztów, nazywanych kosztami agencji [Turnbull, 1997; Gill, Vijay, Jha, 2009].

„Ważnym czynnikiem funkcjonowania rynków kapitałowych jest wiara inwestorów w to, że ich kapitał będzie chroniony przed niewłaściwym wykorzystaniem lub sprzeniewierzeniem ze strony członków zarządu, członków rady nadzorczej lub wspólników/akcjonariuszy dysponujących pakietem kontrolnym udziałów/akcji” [*Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD*, 2004, s. 43].

W związku z tym pojawia się konieczność interwencji, czyli stworzenia mechanizmów w sferze nadzoru nad działaniem firmy celem skutecznego zadbania o interesy interesariuszy (*stakeholders*), ograniczając, o tyle, o ile to możliwe, oportunizm i egoizm osób zarządzających firmą [Turnbull, 1997; Alves, Mendes, 2001, 2004; Moreira, Gonçalves, Oliveira, 2004; Balgobin, 2008; Gill, Vijay, Jha, 2009].

Istnieją liczne mechanizmy, instrumenty lub narzędzia interwencji w sferze nadzoru korporacyjnego. Podstawowe z nich zostały przedstawione, między innymi, przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju w *Zasadach Nadzoru Korporacyjnego OECD* [Alves, Mendes, 2001, 2004; Moreira, Gonçalves, Oliveira, 2004; Rego i in. 2006; Balgobin, 2008] i zaadaptowane do realiów panujących w różnych krajach w postaci kodeksów lub wytycznych (prawo miękkie, refleksyjne). Do tych mechanizmów/instrumentów można zaliczyć, między innymi:

- niezależność rady administracyjnej/dyrektorów/nadzorczej, która z kolei zależy od takich atrybutów, jak jej liczebność, skład, struktura wewnętrzna, podział zakresu obowiązków oraz wynagrodzenie jej członków [Heracleous,

2001; Hermes, Postma, Zivkov, 2006; Rodrigues, Seabra, Mata, 2008; Gill, Vijay, Jha, 2009];

- ujawnianie informacji (włączając w to ujawnianie informacji za pośrednictwem Internetu) dotyczących nadzoru korporacyjnego [Turnbull, 1997; Hermes, Postma, Zivkov, 2006; Balgobin, 2008; Gill, Vijay, Jha, 2009];
- niezależność zewnętrznych audytorów / biegłych rewidentów, włączając w to rotację audytorów/rewidentów, zakaz świadczenia usług, które mogłyby wpłynąć na ich niezależność oraz wzmocnienie komisji audytowej [Balgobin, 2008];
- struktura własności kapitału [Gill, Vijay, Jha, 2009].

Według Alvesa i Mendes [2001, 2004], Heracleousa [2001] i innych istnieją uzasadnione wątpliwości co do skuteczności niektórych mechanizmów nadzoru oraz empiryczne dowody na to, że niektóre z tych praktyk, przyjęte z dużym zadowoleniem, a nawet aplauzem oficjalnych władz, mogą mieć skutki odwrotne do oczekiwanych dla wdrażających je firm. Zgodnie zaś z Balgobinem [2008], mimo że wyniki badań związków przyczynowo-skutkowych nadzoru z osiąganymi przez firmy wynikami ekonomiczno-finansowymi są raczej mieszane, rośnie siła dowodów na ich znaczące powiązanie.

4. Corporate governance w Portugalii – kodeks nadzoru nad spółkami CMVM i inne unormowania

W Portugalii CMVM opracowała na podstawie *Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD* z 1999 roku zalecenia kodeksu spółek notowanych na giełdzie [*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, 1999; Alves, Mendes, 2001, 2004; Moreira, Gonçalves, Oliveira, 2004; Rego i in., 2006; Major, Marques, 2008, 2009], których ostatnia, uaktualniona wersja zawarta została w zaleceniach kodeksu CMVM z 2013 roku [*Código de Governo das Sociedades da CMVM*, 2013].

Kodeks nadzoru korporacyjnego to zbiór dobrych praktyk lub zasad służących podnoszeniu lub wyrównywaniu poziomu nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach różnych krajów, a dotyczy on takich spraw, jak członkostwo w radzie nadzorczej/dyrektorów, jej wybór i skład, wynagradzanie i proces zwolnień kadry zarządzającej, audyt, ujawnianie informacji, powiązania z i pomiędzy akcjonariuszami/udziałowcami. Pierwsze kodeksy zostały opracowane w Stanach Zjednoczonych Ameryki w latach siedemdziesiątych w wyniku fali wrogich przejęć i fuzji oraz jako odpowiedź na przestępcze zachowania organizacji, zaś w 1992 roku powstał *Cadbury Report* (Wielka Brytania), czyli pierwszy taki kodeks w Europie [Hermes, Postma, Zivkov, 2006]. Według wymienionych autorów, między 1992 a 1997 rokiem w Europie jedynie Hiszpania, Holandia i Francja, poza Wielką Brytanią, opracowały swoje kodeksy, zaś po 2004 posiadały je już pozostałe kraje ówczesnej Unii.

Mimo że zalecenia kodeksów stanowią instrumenty samoregulacji opartej na zasadzie *comply or explain* – „stosuj się albo wyjaśnij dlaczego się nie stosujesz” i nie stanowią prawa wiążącego, organizacje nadzorujące publiczny obrót akcjami spółek nadają im raczej formalny i nakazowy charakter [Hermes, Postma, Zivkov, 2006].

Zalecenia kodeksu spółek notowanych na giełdzie CMVM dotyczą szeregu zasad postępowania (praktyk), które należy brać pod uwagę przy kierowaniu i kontroli nad spółkami emitentami akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym oraz inwestorów instytucjonalnych, ale mogą być również stosowane przez spółki, których akcje nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym [Alves, Mendes, 2001, 2004; Moreira, Gonçalves, Oliveira, 2004; Rego i in., 2006].

Zgodnie z zaleceniami kodeksu CMVM z 1999 roku właściwa polityka związana z nadzorem korporacyjnym powinna umożliwić osiągnięcie następujących celów [Alves, Mendes, 2001, 2004; Moreira, Gonçalves, Oliveira, 2004; Rego i in., 2006]:

- zagwarantować wzrost przejrzystości,
- zapewnić ochronę akcjonariuszy i wierzycieli oraz ułatwić im korzystanie z ich praw,
- umożliwić pociąganie do odpowiedzialności osób zarządzających za niewykonywanie zadań oraz za naruszanie prawa,
- nie utrudniać maksymalizacji osiąganych przez firmę wyników ekonomicznych,
- być zgodna z międzynarodowymi standardami,
- być dostosowana do krajowych realiów.

Zalecenia CMVM z 1999 roku zostały zgrupowane w pięciu rozdziałach: 1. Ujawnianie informacji (*disclosure*), 2. Wykonywanie prawa głosu i reprezentacji akcjonariusza (*voting i shareholder representation*), 3. Przyjmowanie zbioru zasad dotyczących spółki (*society rules*), 4. Struktura i działanie organów nadzorczych (*board of directors*), 5. Zalecenia dla inwestorów instytucjonalnych (*institutional investors*).

Dwa lata później, wydany przez CMVM regulamin nr 7 z 2001 roku nakazywał spółkom emitentom akcji dopuszczonych do obrotu publicznego coroczne ujawnianie informacji na temat różnych aspektów związanych z ładem korporacyjnym, włączając w to zasadę *comply or explain*.

Obowiązek publikacji rocznych sprawozdań, zgodnie z Alvesem, Mendesem [2001, 2004], Moreirą, Gonçalvesem, Oliveirą [2004], Rego i in. [2006], ułatwia firmom uzyskanie wskaźników umożliwiających ocenę wyników ich działania.

Regulamin CMVM nr 11 z 2003 roku doprecyzował kwestię niezależności członków/dyrektorów rady administracyjnej/dyrektorów i zwiększył obowiązek co do zakresu ujawnianych informacji, zaś regulamin CMVM nr 4 z 2004 roku uchylił obowiązek co do tej ostatniej kwestii.

Hermes, Postma, Zivkov [2006] badali stopień, w jakim treść kodeksów nadzoru korporacyjnego 22 krajów Unii Europejskiej podlega wpływom zewnętrznym oraz w jakim stopniu jest ona zależna od sił wewnętrznych/krajowych. Autorzy przyjęli jako wewnętrzne/narodowe uwarunkowania treści kodeksów takie czynniki, jak działający w danym kraju system finansowo-prawny oraz kulturę organiza-

cyjną, zaś jako czynniki zewnętrzne – standardy/zalecenia w zakresie nadzoru zawarte w *Komunikacie Komisji do Rady i Parlamentu Europejskiego „Unowocześnienie prawa spółek i umocnienie ładu korporacyjnego w Unii Europejskiej – plan przyszłych działań” COM (2003) 284*. Zgodnie z wynikami uzyskanymi przez Hermesa, Postmę i Zivkova [2006], większość kodeksów narodowych krajów Unii Europejskiej poddanych analizie nie jest w pełni zgodna z priorytetami Komisji Europejskiej, co może świadczyć o obu kierunkach wpływów; kodeksy analizowanych krajów pokrywają się mniej więcej w połowie z zaleceniami/priorytetami Komisji; nie stwierdzono też różnic między krajami Europy Zachodniej oraz krajami Europy Środkowo-Wschodniej. Z badania Hermesa, Postmy i Zivkova [2006] wynika, że zalecenia kodeksu CMVM w Portugalii pokrywają się równo w połowie (9 z 18 zaleceń) z zaleceniami w zakresie nadzoru *COM (2003) 284* Komisji Europejskiej.

Wydane w 2013 roku zaktualizowane zalecenia kodeksu CMVM (*Código de Governo das Sociedades da CMVM*, 2013) zajmują niecałe siedem stron i składają się z pięciu rozdziałów dostosowanych do bieżących potrzeb nadzoru nad spółkami notowanymi na giełdzie w Portugalii: I. Głosowanie i kontrola nad spółką, II. Nadzór, zarządzanie i kontrola (w tym określanie wynagrodzeń), III. Wynagrodzenia, IV. Audyt, V. Konflikt interesów i transakcje z powiązanymi podmiotami, VI. Informacja.

O ile kodeks nadzoru korporacyjnego nad spółkami CMVM z 1999 roku zawierał 17 zaleceń, kodeks CMVM z 2013 roku wymienia już 40 zaleceń, przy czym trzy z nich są podzielone na bardziej szczegółowe podpunkty.

Poza zaleceniami kodeksu CMVM istotne elementy nadzoru korporacyjnego w Portugalii zawierają przynajmniej jeszcze dwa podstawowe zbiory aktów prawnych, tzn. kodeks spółek handlowych (*Código das Sociedades Comerciais*) i kodeks rynku kapitałowego / papierów wartościowych (*Código dos Valores Mobiliários*).

Kodeks spółek handlowych Portugalii (*Código das Sociedades Comerciais*) określa między innymi prawa i obowiązki wspólników, członków organów nadzorczych, porusza kwestię ochrony wspólników mniejszościowych oraz wierzycieli i pracowników. Po zmianach wprowadzonych przepisami z 2006 roku [*Decreto-Lei n.º 76-A/2006*], kodeks spółek handlowych normuje aktualną sytuację dotyczącą nadzoru korporacyjnego nad spółkami akcyjnymi, w tym, między innymi, dopuszcza nowy model nadzoru/struktury rady (model anglosaski), dokonuje różnicowania pod względem wymogów między dużymi i małymi spółkami, narzuca pewien stopień profesjonalizmu wymaganego od członków organów nadzorczych i kontrolnych, określa warunki niezależności członków organów spółki i wyznacza granice odpowiedzialności dyrektorów.

Zgodnie z prawem na terytorium Portugalii dopuszczalne są trzy modele/systemy nadzoru korporacyjnego / struktury rady w spółkach: model klasyczny/monistyczny/taciński (*single-tier* – jednopoziomowy, z radą administrującą/dyrektorów), dualistyczny/dwupoziomowy (*double-tier* – z radą nadzorczą i zarządem)

i anglosaski (*single-tier* – jednopoziomowy z radą administrującą/dyrektorów), [Batista, 2009; *Corporate Governance in Portugal 2012*, 2012].

Struktura rady administracyjnej/dyrektorów firm działających na rynku portugalskim jest bardzo podobna do istniejącej w firmach działających w innych krajach europejskich, czyli jest ona jednopoziomowa (*single-tier*), bez rady nadzorczej, składa się z dyrektora generalnego / prezesa zarządu (*CEO – Chief Executive Officer* (ang.); *Administrador-Delegado, Presidente da Comissão Executiva, Presidente Executivo* – (port.) i różnej liczby pozostałych dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych, przy czym dyrektorom niewykonawczym powierza się rolę ochrony akcjonariuszy/udziałowców (nadzór nad zarządem) przy podejmowaniu kluczowych dla firmy decyzji [Fernandes, 2008].

Odwrotnie niż w Stanach Zjednoczonych Ameryki lub w Wielkiej Brytanii, gdzie struktura własności kapitału jest bardzo rozproszona, w portugalskich spółkach notowanych na giełdzie występuje duża jego koncentracja, a dominująca rola w strukturze nadzoru nad spółkami wpływa bezpośrednio i pośrednio na ich zarząd i podejmowane przez niego decyzje [Alves, 2012].

5. *Corporate Governance* a wyniki ekonomiczno-finansowe firm

Według Hampela [cyt. przez Balgobina, 2008], nadmiar niektórych środków nadzoru korporacyjnego, jak na przykład tych powiązanych z wymogami dotyczącymi odpowiedzialności, może szkodzić biznesowi. Poza tym, badania jak dotąd nie wykazały wyraźnego związku między niezależnością rady nadzorczej/dyrektorów i osiąganymi przez firmę wynikami ekonomiczno-finansowymi [Kaufman, Englander, cyt. przez Balgobina, 2008]. Z kolei Heracleous [2001], analizując wyniki licznych badań empirycznych, dotyczących wpływu wybranych dobrych praktyk w zakresie nadzoru (rozdzielenie ról/funkcji między dyrektorem generalnym / prezesem zarządu i przewodniczącym rady nadzorczej/dyrektorów oraz skład rady z dyrektorów z firmy – wewnętrznych i spoza firmy – zewnętrznych³) na wyniki ekonomiczno-finansowe osiągane przez organizacje, stwierdza, że zależność między badanymi zmiennymi jest nieistotna.

Gill, Vijay i Jha [2009], dokonując przeglądu literatury badającej związki między trzema najważniejszymi mechanizmami nadzoru korporacyjnego (rada dyrektorów/administracyjna, ujawnianie informacji i struktura własności kapitału) a osiąganymi przez firmę wynikami ekonomiczno-finansowymi, stwierdzili, co następuje:

- wśród badaczy nie ma zgody, jeśli chodzi o wpływ analizowanych mechanizmów nadzoru na wyniki ekonomiczno-finansowe osiągane przez firmę. Nie można jednak zapominać, że większość badań była prowadzona w krajach rozwiniętych;

³ W oryginale autor pisze o *CEO/Chairman duality* oraz *insider/outsider composition*.

- nie ma dostatecznych dowodów na związek między cechami charakteryzującymi radę dyrektorów a osiąganymi przez firmę wynikami ekonomiczno-finansowymi: niektóre badania wskazują na pozytywny związek, inne na brak jakiegokolwiek związku, podczas gdy jeszcze inne wskazują, że związek ten jest negatywny;
- literatura, która prezentuje badania dotyczące ujawniania informacji, dostarcza licznych dowodów na istnienie pozytywnego związku między ujawnianiem informacji dotyczącej nadzoru nad firmą (w tym finansowej) a osiąganymi przez nią wynikami ekonomiczno-finansowymi, albowiem poprawa tego aspektu nadzoru, między innymi, obniża koszty agencji i asymetrię informacji;
- związki łączące strukturę własności kapitału z wynikami ekonomiczno-finansowymi osiąganymi przez przedsiębiorstwo są nadal niejednoznaczne, albowiem są one albo pozytywne albo nieistniejące.

Alves i Mendes [2001, 2004] badali związek między stopniem wypełniania zaleceń kodeksu CMVM dotyczących nadzoru korporacyjnego spółek (13 z 15/17⁴ zaleceń kodeksu z 1999 roku) przez 82 przedsiębiorstwa notowane na giełdzie w Portugalii a osiąganymi przez nie wynikami ekonomiczno-finansowymi (zwrot z inwestycji – *return on investment/ROI*). Z badania autorzy wyciągnęli następujące wnioski:

- zalecenia kodeksu CMVM generalnie i w sposób systematyczny nie wpływają na poziom zwrotu z inwestycji (*ROI*); różne zbiory zaleceń mają przeciwstawne efekty i stąd całkowity wpływ tych zaleceń jest znikomy lub nieistotny;
- istnieje pozytywny związek między wypełnianiem (*compliance*) zaleceń kodeksu CMVM dotyczących struktury i funkcjonowania rady administracyjnej/dyrektorów (szczególnie jeśli chodzi o zalecenia dotyczące zarządu) a osiąganymi wynikami ekonomiczno-finansowymi (nadzwyczajną stopą zwrotu z inwestycji – *abnormal return on investment*);
- wypełnianie zalecenia kodeksu CMVM dotyczącego dbania o interes firmy, poprzez włączenie jednego lub większej liczby niezależnych członków/dyrektorów do rady administracyjnej/dyrektorów, miało nieistotny wpływ na wyniki ekonomiczno-finansowe przedsiębiorstwa;
- istnieje negatywny związek między wypełnianiem zalecenia kodeksu CMVM, sugerującego opracowanie zasad regulujących sytuacje konfliktu interesów oraz obowiązku lojalności, staranności i poufności członków rady administracyjnej/dyrektorów, a wynikami ekonomiczno-finansowymi osiąganymi przez przedsiębiorstwo;
- ujawnianie informacji dotyczącej polityki dywidendy firmy było również negatywnie skorelowane z nadzwyczajną stopą zwrotu z inwestycji.

⁴ Z 17 zaleceń 15 dotyczyło spółek notowanych na giełdzie, a dwa zalecenia odnosiły się do inwestorów instytucjonalnych.

Fernandes [2008], korzystając z danych z giełdy portugalskiej (*Euronext Lisbon*), badała związki między wynikami ekonomiczno-finansowymi osiąganymi przez firmy (wskaźnik rentowności kapitału własnego – *return on equity/ROE*, wskaźnik rentowności aktywów – *return on assets/ROA*, *book-to-market equity ratio*; kurs giełdowy / cena akcji; poziom wypłacanych dywidend itp.), strukturą rady dyrektorów oraz wynagrodzeniami zarządu/rady. Autor prowadził badanie na próbie 51 przedsiębiorstw notowanych na giełdzie w Portugalii, w latach 2002-2004, nad wpływem struktury nadzoru na wynagrodzenia zarządu/rady firmy; w szczególności zaś analizował rolę niezarządzających członków rady, będących pośrednikami w stosunkach między zarządem/radą i akcjonariuszami/udziałowcami, i mających za zadanie chronienie interesów akcjonariuszy przy podejmowaniu kluczowych decyzji. Jak pisze autor, uzyskane „wyniki poddają w wątpliwość skuteczność niezależnych członków rady”, albowiem nie wypełniają oni dostatecznie oczekiwanych od nich funkcji kontrolno-nadzorczych. Firmy z większą liczbą niezarządzających członków w składzie rady płacą wyższe wynagrodzenia członkom swoich zarządów/rad (dyrektorzy niewykonawczy wpływają na poziom wynagrodzeń), zaś firmy, których rady nie mają w swoim składzie niezarządzających członków, mają mniej problemów, jeśli chodzi o kwestię agencji (delegacji) i prezentują większą zgodność interesów między akcjonariuszami i zarządem/radą.

Major i Marques [2008, 2009] podjęli próbę oceny związków istniejących między przyjmowaniem przez firmy standardów sprawozdawczości finansowej, zgodnych z *International Financial Reporting Standards – IFRS*, stosowanymi przez nie środkami nadzoru korporacyjnego oraz osiąganymi wynikami ekonomiczno-finansowymi. W tym celu autorzy opracowali wskaźniki nadzoru korporacyjnego na podstawie rocznych sprawozdań firm z lat 2003-2005, dotyczących wypełniania zaleceń kodeksu CMVM. Wyniki ekonomiczno-finansowe firm oceniane były pod względem rentowności aktywów (*return on assets/ROA*). Badaniu poddali 80 przedsiębiorstw działających na rynku portugalskim, z czego połowę stanowiły firmy notowane w *Euronext PSI-General Index*. Uzyskane przez Majora i Marques [2008, 2009] wyniki wskazują na pozytywny, statystycznie istotny, wpływ nadzoru korporacyjnego na wyniki ekonomiczno-finansowe osiąmane przez badane przedsiębiorstwa.

Pinto, Augusto i Gama [2010], badając wpływ relacji z bankami oraz nadzoru korporacyjnego na wyniki ekonomiczno-finansowe 5 900 małych i średnich przedsiębiorstw w Portugalii, stwierdzili, co następuje:

- większa liczba instytucji kredytowych powiązanych z firmą oraz bardziej długotrwałe związki wywierają negatywny wpływ na wyniki ekonomiczno-finansowe firmy, zaś utrzymanie lub nawiązanie nowych relacji wpływa pozytywnie na rentowność aktywów (*return on assets/ROA*) oraz negatywnie na wartość sprzedaży na jednego pracownika;
- cechą nadzoru korporacyjnego, taka jak koncentracja własności, warunkuje pozytywnie wyniki osiąmane przez firmę (wartość sprzedaży na jednego pracownika), zaś liczba członków rady wpływa pozytywnie na rentowność aktywów oraz na wartość sprzedaży na jednego pracownika.

Rodrigues [2012] w swojej pracy magisterskiej badała związki cech charakteryzujących radę dyrektorów (liczebność rady i niezależność jej członków/dyrektorów) z wynikami ekonomiczno-finansowymi osiąganymi przez 38 przedsiębiorstw notowanych na giełdzie w Portugalii (*Euronext Lisbon*) w ciągu czterech lat (2006-2009). Otrzymane wyniki wskazują, że liczebność rady koreluje negatywnie z niektórymi wynikami osiąganymi przez firmę (wskaźnik rotacji aktywów – *total asset turnover/TAT*), a pozytywnie z innymi (rentowność aktywów/*ROA*), podczas gdy niezależność rady jest pozytywnie skorelowana ze wskaźnikiem rotacji aktywów/*TAT*; związki między analizowanymi zmiennymi były jednak słabe.

6. Wyniki osiągane przez firmy w Portugalii pod względem wypełniania (*compliance*) zaleceń kodeksu CMVM zgodnie ze sprawozdaniami CMVM

W Portugalii artykuł nr 245-A kodeksu rynku kapitałowego / papierów wartościowych (*Código dos Valores Mobiliários*) nakłada na firmy notowane na giełdzie obowiązek corocznej publikacji sprawozdań dotyczących wypełniania (*compliance*) zaleceń nadzoru korporacyjnego, którego struktura określona jest z kolei w aneksie do regulaminu CMVM nr 1 z 2010 roku. CMVM ma też za zadanie nadzorowanie zawartości rocznych sprawozdań tych firm.

W 2012 roku Portugalski Uniwersytet Katolicki (*Universidade Católica Portuguesa – UCP*) opracował na zamówienie AEM-Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (*Portuguese Issuers Association*) raport dotyczący nadzoru korporacyjnego [*Corporate Governance in Portugal 2012*, 2012]. Raport z 2012 roku wykorzystuje dane zawarte w rocznym sprawozdaniu CMVM z 2011 roku, dotyczącym nadzoru korporacyjnego 44 spółek notowanych na giełdzie. Dane ze sprawozdania CMVM z 2011 roku analizowane były w świetle wypełniania (*compliance*) zaleceń kodeksu CMVM oraz zaleceń pochodzących z innych dokumentów [*UK Corporate Governance Code*, *Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD*, 2004, oraz wybranych aktów prawa europejskiego] i przyjmowanych dobrowolnie przez firmy. Autorzy raportu opracowali wskaźnik wypełniania (*compliance*) zaleceń nadzoru korporacyjnego w Portugalii (*Católica Lisbon/AEM Index*). Wskaźnik ten osiągnął w analizowanym 2011 roku średnią 9.165 punktów na maksimum 10.000 punktów. Autorzy raportu opracowali również ośmioklasową skalę oceny (*Católica Lisbon/AEM Rating*) analizowanych firm (od najniższej oceny D do najwyższej AAA), przy czym 77,3% analizowanych firm otrzymało ocenę A lub wyższą, a 36,4% otrzymało maksymalną ocenę AAA.

Celem analizy dynamiki zmian dotyczących środków/praktyk nadzoru korporacyjnego istniejących/przestrzeganych w przedsiębiorstwach w Portugalii zgodnie z zaleceniami kodeksu CMVM przedstawiamy wybrane kwestie z dwóch rocznych sprawozdań CMVM, dotyczących spółek notowanych na giełdzie w Portugalii z roku 2009 i 2012 [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2009, 2012].

Sprawozdanie CMVM z 2009 roku [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2009] omawia wyniki 47 spółek analizowanych w świetle wypełniania (*compliance*) zaleceń kodeksu CMVM z poprzedniego, 2008 roku sprawozdawczego, zaś sprawozdanie CMVM z 2012 roku [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2012] omawia wyniki 44 spółek analizowanych w świetle wypełniania zaleceń kodeksu CMVM z roku sprawozdawczego 2011. Jak już zaznaczyliśmy na początku tego rozdziału, w 2010 roku struktura rocznych sprawozdań dotyczących wypełniania (*compliance*) zaleceń nadzoru korporacyjnego przez firmy notowane na giełdzie w Portugalii uległa zmianie, co wpłynęło z kolei na organizację sprawozdań CMVM oraz prezentowane w nich wskaźniki.

Porównując strukturę kapitału akcyjnego w 2008 roku [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2009] z sytuacją z 2011 roku [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2012], można stwierdzić, co następuje:

- w 2008 roku firmy portugalskie poddane analizie prezentowały niski poziom rozproszenia kapitału akcyjnego (*free float*); nie biorąc bowiem pod uwagę kapitału będącego w rękach członków organów zarządzających i nadzorczych, skarbu państwa, posiadanych przez samą firmę lub akcjonariuszy ze znaczącym pakietem akcji (2% lub więcej posiadanego kapitału zakładowego), jedynie 21,4% kapitału analizowanych przedsiębiorstw było rozproszonych między pozostałych inwestorów. W 2011 roku sytuacja niewiele się zmieniła, biorąc bowiem pod uwagę te same kryteria, jedynie 22,3% kapitału analizowanych przedsiębiorstw było rozproszonych między pozostałych inwestorów;
- w 2008 roku we wszystkich analizowanych przedsiębiorstwach był co najmniej jeden akcjonariusz wywierający znaczący wpływ na życie firmy. W 2011 roku w 24 (54,5%) analizowanych spółkach przynajmniej jedna osoba fizyczna lub prawna zajmowała pozycję dominującą, czyli sprawowała kontrolę przynajmniej nad 50% prawa głosu (zgodnie z art. 52 *Código dos Valores Mobiliários*).

Analizując kwestie związane z modelami, organami i strukturą nadzoru nad spółką w 2008 roku [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2009] z sytuacją z 2011 [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2012], można stwierdzić, co następuje:

- w 2008 roku dominującym modelem nadzoru był model łańciskowy – 74% analizowanych spółek działało w oparciu o ten model nadzoru; łańciskowy model struktury rady przyjmowany był szczególnie przez mniejsze spółki, o mniejszej płynności aktywów oraz przez spółki nienależące do sektora finansowego; niektóre większe firmy działały w oparciu o model anglosaski. W 2011 roku wśród 73% analizowanych spółek nadal dominuje model łańciskowy, zaś model anglosaski przyjmowany jest przez większe firmy. Zarówno w 2008 jak i w 2011 roku istniały dwie spółki działające w oparciu o model dualistyczny;

- w 2008 roku skład rady administracyjnej/dyrektorów wyniósł średnio 9,4 osoby; liczba członków rady administracyjnej/dyrektorów firm działających w oparciu o model anglosaski (13,6 osób) była wyższa niż w modelu łańciskowym (8,3 osoby); rada składała się w większości z członków/dyrektorów niezarządzających/niewykonawczych, przy czym liczba członków niezarządzających/niewykonawczych rad w firmach działających w oparciu o model anglosaski była wyższa niż w modelu łańciskowym. W 2011 roku skład rady administracyjnej/dyrektorów wyniósł średnio 10,1 osoby; rada składała się również w większości z członków/dyrektorów niezarządzających/niewykonawczych, przy czym liczba członków niezarządzających/niewykonawczych rad w firmach działających w oparciu o model anglosaski była wyższa niż w modelu łańciskowym;
- w 2008 roku średni udział niezależnych dyrektorów w radzie administracyjnej wyniósł 20,9% (41,4% spośród członków/dyrektorów niezarządzających/niewykonawczych); w firmach z modelem anglosaskim było ich 37,5%, zaś w firmach z modelem łańciskowym – 13,1%. W 2011 roku średni udział niezależnych dyrektorów w radzie administracyjnej/dyrektorów wyniósł 29,1% (36,6% spośród członków/dyrektorów niezarządzających/niewykonawczych), w 11 zaś firmach nie było ani jednego niezależnego dyrektora;
- w 2008 roku członkowie/dyrektorzy organów zarządzająco-nadzorczych pełnili swoje funkcje średnio przez 7,2 roku, zaś w 2011 roku członkowie/dyrektorzy organów nadzorczych – średnio przez 5,6 roku;
- w 2008 roku członkowie/dyrektorzy wykonawczy organów zarządzająco-nadzorczych pełnili swoje funkcje średnio w 13,8 spółek. W 2011 roku członkowie/dyrektorzy wykonawczy organów zarządzająco-nadzorczych również pełnili swoje funkcje średnio w 13,8 spółek; ci z nich, którzy deklarowali pełnienie funkcji w pełnym wymiarze czasu, łączyli funkcje średnio w 13,2 spółek, zaś pozostali dyrektorzy średnio w 17,9 spółek.

Porównując z kolei kwestię wynagrodzeń członków organów spółki w 2008 roku [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2009] z sytuacją z 2011 [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2012], można stwierdzić, co następuje:

- w 2008 roku w 44 przedsiębiorstwach istniały komisje ds. wynagrodzeń, zaś w dwóch firmach wynagrodzenie określone było bezpośrednio przez walne zgromadzenie; w czterech jednak przypadkach, mimo istnienia komisji ds. wynagrodzeń, dyrektorzy byli wynagradzani za pośrednictwem innych powiązanych firm lub firmy-matki, co uniemożliwiało kontrolę wynagrodzeń;
- w 2008 roku wynagrodzenie wypłacone na członka organu zarządu wyniosło średnio 275 005 euro na osobę/dyrektora; wynagrodzenie stałe stanowiło 56,3%, zaś zmienne 43,73%; średnio 69,5% wynagrodzenia członka rady administracyjnej pochodziło z nadzorowanej firmy, a 30,5% z in-

nych, powiązanych z grupą firm. W 2011 roku wynagrodzenie wypłacone na członka organu zarządu wyniosło średnio 293 200 euro na osobę/dyrektora; wynagrodzenie stałe stanowiło 60,6%, zaś zmienne 27,3%; spoza firmy pochodziło 21,1% wynagrodzenia – mimo że ten odsetek zmniejszył się w ciągu trzech lat, nadal jest wysoki i uniemożliwia kontrolę nad wynagrodzeniem.

Porównując kwestie związane z komisjami/komitetami z 2008 roku [Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2009] z sytuacją z 2011 roku [Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2012], można stwierdzić:

- w 2008 roku 12 firm nie posiadało w ramach rady administracyjnej/dyrektorów żadnej komisji/komiteu; w ośmiu istniała komisja nadzoru, w czterech komisje ds. nominacji, oceny wyników i wynagrodzeń, zaś w jednej komisja ds. zrównoważonego rozwoju i odpowiedzialności społecznej. W 2011 roku w 16 spółkach działała komisja ds. nadzoru oraz komisja ds. oceny wyników, zaś w 12 – komisja ds. nominacji; ponadto w 15 firmach działały różne inne komisje: kontroli wynagrodzeń, etyki, kontroli wewnętrznej oraz ds. zrównoważonego rozwoju, odpowiedzialności społecznej i środowiska;
- w 2008 roku w 16 spółkach działały komisje audytowe. W 2011 roku członkowie komisji audytu (istniejącej w 20 spółkach) pełnili funkcje w 0,9 spółek notowanych na giełdzie; żaden z nich nie pełnił funkcji wykonawczych w powiązanych spółkach, ale za to 50% z nich pełniło tam funkcje niewykonawcze;
- w 2008 roku w przypadku sześciu przedsiębiorstw stwierdzono brak wewnętrznego systemu wykrywania i zarządzania ryzykiem związanym z prowadzoną działalnością. W 2011 roku na 44 analizowane firmy jedynie w pięciu nie było tego systemu;
- w 2011 roku w sześciu spółkach działała komisja ds. strategii i inwestycji.

Porównując kwestie dotyczące walnego zgromadzenia akcjonariuszy w 2008 roku [Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2009] z sytuacją z 2011 [Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2012], można stwierdzić:

- w 2008 roku na walnych zgromadzeniach spółek reprezentowanych było 72,8% kapitału zakładowego (większość akcjonariuszy była reprezentowana za pośrednictwem osób trzecich). W 2011 roku w 54 walnych zgromadzeniach spółek wzięło udział średnio 75,4% kapitału zakładowego, przy czym w tym roku również większość akcjonariuszy była reprezentowana za pośrednictwem osób trzecich.

7. Zakończenie

Literatura i badania empiryczne z ostatnich kilkunastu lat (po wdrożeniu *Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD* z 1999 roku, a w Stanach Zjednoczonych Ameryki aktu prawnego *Accounting Industry Reform Act of 2002*, znanego jako *Sarbanes-Oxley Act* lub *SOX*), wydają się tracić perspektywę szerszego pojęcia nadzoru korporacyjnego, tzn. w jaki sposób organizacje są realnie zarządzane/kierowane i jakie są tego różnorakie konsekwencje, ograniczając je prawie wyłącznie do mechanizmów/środków zalecanych przez OECD (lub narzuconych przez *Sarbanes-Oxley Act* w Stanach Zjednoczonych) oraz mechanizmów/środków przeniesionych z zaleceń OECD i zawartych w dokumentach wewnętrznych różnych krajów (narodowych kodeksach nadzoru korporacyjnego i powiązanych aktach prawnych), tak jak to ma miejsce w przypadku zaleceń *Código de Governo das Sociedades da CMVM* [2013] w Portugalii.

W literaturze wydaje się również dominować podejście normatywne do tej problematyki, co zresztą nie dziwi ze względu na ciągłe skandale i wynikające stąd negatywne skutki społeczno-ekonomiczne, albowiem, jak pisze Balgobin [2008], „rynk kapitałowe i biznes wyprzedzają regulacje i systemy prawne. (...) Rzeczywistość jest taka, że zarówno rynki kapitałowe jak i biznes stają się coraz bardziej globalne, podczas gdy regulacje prawne w większej części świata mają zasięg krajowy” [s. 14-18].

Z literatury wyłania się również ogólnie niejasny i niejednoznaczny obraz związany z wynikami badań nad związkami łączącymi wdrażane mechanizmy nadzoru korporacyjnego z wynikami ekonomiczno-finansowymi osiąganymi przez przedsiębiorstwa, w tym przedsiębiorstwa działające w Portugalii, choć w praktyce przeważa nadzieja na ich skuteczność, przynajmniej jeśli chodzi o wzrost lub przywrócenie zaufania, po mających miejsce w przeszłości skandalach, oraz jeśli chodzi o wzrost przejrzystości i odpowiedzialności działania biznesu, mającego na celu przyciągnięcie inwestorów zagranicznych [Balgobin, 2008].

Kwestia etyki i odpowiedzialności społecznej (*corporate social responsibility*), związana zarówno z odpowiedzialnością społeczną, jak też ekologiczną/środowiskową, tak wewnętrzną, jak i zewnętrzną, poza deklaracjami, wydaje się być powiązana w wątpliwy sposób w praktyce oraz w badaniach nadzoru korporacyjnego.

Wyniki osiągane przez przedsiębiorstwa/spółki notowane na giełdzie w Portugalii pod względem wdrażania/przestrzegania zaleceń kodeksu CMVM dotyczących nadzoru (*compliance*), zgodnie ze sprawozdaniami CMVM z 2009 i 2012 roku [Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2009, 2012], wydają się ogólnie poprawiać, choć można zaobserwować pewne niedostatki/problemy i pewne tendencje odwrotne, albowiem:

- nadal występuje silna koncentracja kapitału, gdyż tylko 21,4% akcji w 2008 oraz 22,3% w 2011 roku było rozproszonych między drobnych inwestorów;

- w 2008 roku we wszystkich spółkach, zaś w 2011 w ponad połowie, przy najmniej jeden akcjonariusz wywierał znaczący wpływ na spółkę i podejmowane przez nią decyzje;
- w ciągu trzech lat zwiększyła się nieznacznie średnia liczba członków rady administracyjnej/dyrektorów; w przedsiębiorstwach, które przyjęły model anglosaski rada administracyjna/dyrektorów była liczniejsza niż w modelu łańskim;
- w ciągu trzech lat średni udział niezależnych członków rady administracyjnej/dyrektorów zwiększył się z 20,9 do 29,1%, natomiast zmniejszył się ich udział wśród niewykonawczych członków rady z 41,4 do 36,6%;
- dyrektorzy/członkowie wykonawczy organów zarządzających łączą pełnienie tych funkcji w licznych spółkach i sytuacja ta po upływie trzech lat w ogóle się nie zmienia;
- w ciągu trzech lat część stała wynagrodzeń członków organów zarządzających wzrosła i zmniejszyła się część zmienna – uzależniona od wyników ekonomiczno-finansowych osiągniętych przez firmy;
- w 2011 roku w organach zarządzająco-nadzorczych 11 firm nie było ani jednego członka/dyrektora niezależnego.

O ile stopień wypełniania (*compliance*) zaleceń kodeksu CMVM dotyczących nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach notowanych na giełdzie w Portugalii raczej rośnie (według danych CMVM wyniósł on 77%, a włączając w to zasadę *comply or explain*, osiągnął 89%), nie mówi nam to, czy zalecane zmiany idą w dobrym kierunku.

Niniejsze opracowanie, biorąc pod uwagę potencjalne wymiary podejmowanej tu problematyki, dalekie jest od jej wyczerpania, albowiem porusza jedynie niektóre kwestie. Nie wiadomo bowiem do końca, kto mógłby oceniać oraz czyje (kogo/czego) wyniki/osiągnięcia, a także według jakich konkretnie kryteriów. Ocena wyników działalności organizacji nie musi wcale ograniczać się ani do ich wymiaru ekonomiczno-finansowego, ani też do wypełniania zaleceń kodeksu nadzoru korporacyjnego. W artykule ograniczyliśmy się jedynie do dwóch wymiarów: założonego i/lub potwierdzonego badaniami wpływu wybranych środków nadzoru na wyniki ekonomiczno-finansowe przedsiębiorstwa oraz wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwa notowane na giełdzie w Portugalii pod względem wdrażania/wypełniania (*compliance*) zaleceń nadzoru korporacyjnego CMVM zgodnie ze sprawozdaniami CMVM z 2009 i 2012 roku [*Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2009, 2012].

W przedstawionym tekście nie omawia się również wielu innych, istotnych dla problematyki nadzoru korporacyjnego (w ogóle lub ograniczonych do Portugalii), kwestii lub też porusza się je skrótowo i powierzchownie, a mianowicie: historii i rozwoju problematyki nadzoru korporacyjnego, teorii wyjaśniających problematykę nadzoru korporacyjnego, modeli/systemów nadzoru stosowanych w praktyce działalności przedsiębiorstw w różnych krajach, ewolucji narzędzi regulujących nadzór korporacyjny oraz ich specyfiki w różnych krajach/regionach, zróżnicowania

wania problematyki nadzoru w sektorze prywatnym i publicznym, problematyki nadzoru w partnerstwie publiczno-prywatnym itp. Kwestie te można jednak odnieść do istniejącej i obszernej literaturze.

Literatura

- Albert-Roulhac C., *Corporate governance in Europe: raising the bar*, „Business Strategy Series” 2008, vol. 9, nr 6, 287-290.
- Alves C., Mendes V., *Corporate governance policy and company performance: The case of Portugal*, Working paper nr 112. Faculdade de Economia, Universidade do Porto, 2001, <http://wps.fep.up.pt/wps/wp112.pdf> [4.03.2010].
- Alves C., Mendes V., *Corporate governance policy and company performance: The case of Portugal*, „Corporate Governance” 2004, vol. 12, nr 3, 290-301.
- Alves S., *Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal*, „Australasian Accounting Business & Finance Journal” 2012, vol. 6, nr 1, 57-74.
- Balgobin R. N. S., *Global Governance Practice: The Impact of Measures Taken to Restore Trust in Corporate Governance Practice Internationally*, „The Icfai Journal of Corporate Governance” 2008, vol. VII, nr 1, 7-21.
- Batista C. D. B., *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*, Tese de Mestrado em Finanças. Faculdade de Economia, Universidade do Porto, 2009, <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/56107/2/AS%20VARIVEIS%20DETERMINANTE%20NA%20ESCOLHA%20DO%20MODELO%20DE%20CORPORATE.pdf> [4.03.2010].
- Clientes do BPN preocupados com venda do banco ao BIC*, „Diário de Notícias”, 26.10.2013, http://www.dn.pt/politica/interior.aspx?content_id=3498650, [13.12.2013].
- Código de Governo das Sociedades da CMVM*, 2013 (Recomendações), <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/C%3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%202013.pdf> [10.12.2013].
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*, 2009, <http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Pages/20110519a.aspx> [27.12.2013].
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*, 2012, http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/RGS_2012.pdf [27.12.2013].
- Corporate Governance in Portugal 2012*, Report on the Degree of Compliance with Corporate Governance Recommendations. Corporate Governance Index and Rating. Center of Applied Studies – Católica Lisbon School of Business & Economics, 2012, <http://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/resources/Documents/>

- PROFESSORES/CEA/Estudos%20Recentes/AEM_Catolica_RelatorioCorporateGovernance2012_EnglishVersion_Final.pdf [30.11.2013].
- Fernandes N., *EC: Board compensation and firm performance: The role of „independent” board members*, „Journal of Multinational Financial Management” 2008, vol. 18, 30-44.
- Gill M. S., Vijay T. S., Jha S., *Corporate Governance Mechanisms and Firm performance: A Survey of Literature*, „The Icfai University Journal of Corporate Governance” 2009, vol. VIII, nr 1, 7-21.
- Heracleous L., *What is the Impact of Corporate Governance on Organisational Performance?*, „Corporate Governance” 2001, vol. 9, nr 3, 165-173.
- Hermes N., Postma T. J. B. M., Zivkov O., *Corporate governance codes in the European Union*, „International Journal of Managerial Finance” 2006, vol. 2, nr 4, 280-301.
- Lima C. R., *Rendeiro ganhou 2,8 milhões no ano em que o BPP caiu*, „Diário de Notícias”, 1.08.2011, http://www.dn.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=1940293 [13.12.2013].
- Major E. F., Marques A., *IFRS Introduction, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Portugal*, „Journal of Applied Management Accounting Research” 2009, vol. 7, nr 2, 55-70.
- Major E., Marques A., *IFRS Introduction, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Portugal*, „The World of Accounting Science” 2008, vol. 10, nr 1, 237-259.
- Monteiro M. A., *Corporate governance*, 2006, http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=327&Itemid=21 [4.03.2010].
- Moreira J. M., Gonçalves H., Oliveira G. A., *Corporate governance em Portugal*, 2004, http://www.eben-spain.org/docs/Papeles/XII/Jose_Manuel_Moreira_y_otros.pdf [4.03.2010].
- Pinto A. P., Augusto M. G., Gama P. M., *Relações bancárias, governo da empresa e desempenho: uma aplicação empírica no contexto das PME's portuguesas*. Actas das XX Jornadas Luso Espanholas de Gestão Científica, Escola Superior de Ciências Empresariais, Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal 2010.
- Raquel A. S., Andrade A., *Corporate Governance in Public Private Partnerships*, „European Public Private Partnership Law Review” 2010, vol. 5, nr 4, 209-214.
- Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, 1999, http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Socot/Socot_99/Pages/indice.aspx [4.03.2010].
- Rego A., Cunha M. P., Costa N. G., Gonçalves H., Cabral-Cardoso C., *Gestão ética e socialmente responsável*, RH Editora, Lisboa 2006.
- Rodrigues E. N., *Corporate Governance: A Relação entre As Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas na Euronext Lisbon*, Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças, Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão, 2012,

- <https://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/4451/1/DM-ENR-2012.pdf> [10.12.2013].
- Rodrigues J., Seabra F., Mata C., *Independência dos administradores nos bancos portugueses no PSI20*, „Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão” 2008, vol. 7, nr 3, 34-42.
- Ruhanen L., Scott N., Ritchie B., Tkaczynski A., *Governance: a review and synthesis of the literature*, „Tourism Review” 2010, vol. 65, nr 4, 4-16.
- Santos F. T. (b.d.), *Corporate governance e responsabilidade social das empresas*, <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/20E2CA5D-A08B-457E-AEB4-C6EDD8EEC57D/791/20040527.pdf> [4.03.2010].
- Teixeira S., *Gestão das organizações*, McGraw-Hill, Lisboa – Toronto 2005.
- Turnbull S., *Corporate Governance: Its scope, concerns and theories*, „Corporate Governance” 1995, vol. 5, nr 4, 180-205.
- Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD*, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, 2004, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34656740.pdf> [4.03.2012].